

2021年07月03日

申洲国际 (2313.HK)

深度分析

始于效率，立于创新

投资要点

◆ **申洲国际，中国最具规模的“面料+成衣”纵向一体化针织制造商：**公司成立于1988年，以ODM和OEM方式布局服装产业链的面料和成衣制造环节，将织造、染整、印绣、裁剪与缝制四道工序合而为一，是我国最大的纵向一体化针织制造商，海内外产能布局成熟。2020年，公司实现营业收入230亿元，四大品牌NIKE、ADIDAS、UNIQLO和PUMA合计收入占比为85%，运动服饰占比接近70%，公司产品销往美国、日本、中国大陆和欧洲等国家和地区。2020年，公司毛利率31.24%，净利率22.04%，盈利水平处于纺织制造行业领先水平。

◆ **行业层面——纺织制造行业不断整合，公司受益于行业向头部集聚过程。**对于公司所处的纺织制造行业，受环境监管趋严、劳动力成本提高等因素影响，企业总量减少且亏损企业增多。此外，下游品牌重视和供应商的长期稳定合作，精简供应商态度明确。双重影响促进纺织制造行业不断整合，公司作为龙头制造商，将充分受益于行业集中度提升。**运动服饰需求旺盛且行业集中度高，公司深度绑定头部品牌。**对于公司下游的运动服饰行业，国内外运动服饰需求增速均显著高于其它服装细分品类，行业景气持续且空间广阔。公司深度绑定运动服饰头部品牌，下游需求旺盛有望推动公司订单持续增长。

◆ **公司层面——申洲是传统制造商创新进取的典范。**我们将公司的核心竞争优势归纳为两方面：生产效率领先和面料研发功底深厚，具体如下：

1) **纵向一体化模式+精益生产管理+全面员工关怀，共筑高生产效率，建立议价权：**公司纵向一体化整合“面料+成衣”两道产业链环节，能够更灵活的安排生产活动，降低对外部供应商依赖，提高生产效率，交货周期最快可达15天；此外，公司持续推进全产业链精益生产管理，提高设备自动化水平，提升生产效率的同时保证了产品品质的稳定性；作为典型的劳动密集型企业，公司对员工关怀无微不至，员工流动率持续下降，高度稳定的员工队伍促进纵向一体化模式和精益生产效果更佳理想。

2) **坚持研发投入，注重创新激励，面料研发能力突出，提升议价能力：**我们认为公司最突出的核心竞争优势，也是成功实现纵向一体化模式的关键是其领先的面料研发能力。公司坚持研发投入，每年投入接近3-4亿元用于开发新面料，面料专利占比超过30%，领先于其它纺织制造企业。凭借不断强化的面料研发优势，公司能够为客户提供面料技术解决方案，帮助品牌推出更多功能性、差异化的产品，助力客户提升产品竞争力及市场份额。凭借深厚的面料研发功底，公司进一步强化自身的议价能力。

◆ **下游服装需求恢复，纺织制造行业竞争格局向好：**需求端，服装内需和出口需求加速恢复。内需方面，据国家统计局数据，今年5月，我国穿类商品零售额两年平均增长5.7%，比4月份两年平均增速加快2.3pct。今年1-5月，穿类实物商品网上零售额两年平均增长9.3%，较1-4月加快0.8pct。出口方面，据中国海关总署数

纺织服装 | 纺织制造

投资评级

买入-A(首次)

股价(2021-07-02)

191.20 港元

交易数据

总市值(百万港元)	287,416.12
流通市值(百万港元)	287,416.12
总股本(百万股)	1,503.22
流通股本(百万股)	1,503.22
12个月价格区间	89.80/207.60 港元

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.44	19.95	94.61
绝对收益	1.07	17.78	107.29

分析师

王冯

SAC 执业证书编号: S0910516120001

wangfeng@huajinsec.cn

021-20377089

报告联系人

孙萌

sunmeng@huajinsec.cn

相关报告

据，今年前五个月，我国服装出口总额同比增长 48.3%至 566 亿美元，5 月当月服装出口同比增长 37.1%至 122 亿美元，继续保持高速增长。纺织服装内需和出口需求持续向好，我们看好运动服饰细分品类未来景气度持续。供给端，上游品牌精简供应商趋势确定，叠加去年疫情使得纺织业经营环境挑战加剧，行业有望继续向头部纺企集中。

◆ **投资建议：**尽管目前东南亚疫情引发市场对公司产能增长的担忧，从对公司最新的跟踪情况来看，柬埔寨工厂目前已基本恢复生产，实际停产约 1 个月；越南工厂在公司对疫情防控能力较好的情况下正常运营，目前疫情对公司产能影响较小。

预测公司 2021~2023 年产能同比增长 14.9%、15.3%、10.0%，营业收入同比增长 24.1%、21.0%、14.5%，净利润同比增长 21.5%、20.9%、15.6%，每股收益分别为 4.13、4.99 和 5.77 元，7 月 2 日股价对应 2021 年市盈率约 39 倍。公司作为纺织制造产业链上的稀缺供应商资源，深度绑定下游优质服装品牌，生产效率领先，面料研发实力雄厚，产能有序扩张，我们看好公司核心竞争优势不断强化的中长期发展，首次覆盖，给予“买入-A”建议。

◆ **风险提示：**东南亚疫情致成衣产能扩张不及预期；核心客户销量不及预期；劳动力成本上升；汇率大幅波动；棉花价格波动。

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	22,665	23,031	28,592	34,603	39,609
YoY (%)	8.2	1.6	24.1	21.0	14.5
净利润(百万元)	5,095	5,107	6,205	7,503	8,673
YoY (%)	12.2	0.2	21.5	20.9	15.6
毛利率 (%)	30.3	31.2	31.3	31.5	32.0
EPS (摊薄/元)	3.39	3.40	4.13	4.99	5.77
ROE (%)	19.7	18.6	20.0	20.8	20.6
P/E (倍)	47.0	46.9	38.6	31.9	27.6
P/B (倍)	9.5	8.8	7.7	6.7	5.7
净利率 (%)	22.5	22.2	21.7	21.7	21.9

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

1、申洲国际：中国最具规模的纵向一体化针织制造商	6
1.1 股权结构：股权结构清晰，管理团队扎实稳定	8
1.2 发展历程：眼光前瞻，顺势而为，行业龙头稳健前行	9
1.3 财务回顾：业绩双位数复合稳健增长，盈利水平突出	10
2、行业：纺织业整合进行时，运动需求旺盛，公司订单可期	13
2.1 纺织制造行业：产能东南亚转移趋势未改，行业持续整合	13
2.2 运动服饰行业：赛道优质，集中度高，公司客户为头部品牌	16
3、核心竞争优势：始于效率，立于创新	20
3.1 高生产效率：助益品牌快速响应市场需求，建立自身议价权	20
3.1.1 纵向一体化布局“面料+成衣”环节，高生产效率的基石	20
3.1.2 精益生产管理，提质增效，高生产效率具备可持续性	21
3.1.3 “人至上”管理理念，员工队伍稳定，生产效率更加理想	22
3.1.4 小结：纵向一体化+精益生产+员工关怀，共筑高生产效率	23
3.2 强面料创新：面料研发功底深厚，产品附加值高，提升议价权	24
3.2.1 面料研发实力强，专利领先构筑坚实壁垒	24
3.2.2 面料环节 ODM 模式促进品牌深度绑定，提升自身议价权	26
3.3 稀缺供应商资源，成长确定性高，盈利水平优异	28
4. 产能梳理及估算：增效+扩产，产能扩张符合下游需求	30
4.1 产能梳理：21 年成衣产能预计增长 14.9%至 5.62 亿件	30
4.1.1 面料产能	30
4.1.2 成衣产能	30
（1）国内成衣：产能占比六成，增员提效挖掘产能潜力	31
（2）柬埔寨成衣：产能占比约 16%，越群制衣未来持续贡献新增产能	31
（3）越南成衣：产能占比约 22%，阿迪达斯专用工厂有望明年初投产	31
4.2 订单预测：公司产能扩张能够被客户需求充分消化	33
5. 盈利预测与估值	33
6. 风险提示	35

图表目录

图 1：公司简介	6
图 2：公司主营业务成本结构（2020）	7
图 3：公司面料产能分布（2020）	7
图 4：公司成衣产能分布（2020）	7
图 5：公司收入结构——分产品	7
图 6：公司收入结构——分客户	7
图 7：公司收入结构——分地区	7
图 8：公司股权结构（截至 2020 年 12 月末）	8
图 9：公司发展历程	10
图 10：全球纺织产业链转移历程	10
图 11：我国服装出口占全球比例	10
图 12：公司营业收入及同比增速	10
图 13：公司归母净利润及同比增速	11

图 14: 公司毛利率和净利率	11
图 15: 公司各项费用率	11
图 16: 公司盈利水平领先	12
图 17: 公司经营活动现金流净额/归母净利	12
图 18: 公司经营活动现金流净额及同比增速	12
图 19: 公司分红水平稳定维持在 50%	12
图 20: 公司资本开支及现金分红情况	12
图 21: 各公司存货周转天数 (天)	13
图 22: 各公司应收账款周转天数 (天)	13
图 23: 各公司资产负债率	13
图 24: 各公司 ROE	13
图 25: 各国家工资水平对比 (美元/月)	14
图 26: 阿迪达斯服装产品全球产能分布	14
图 27: 阿迪达斯供应商数量缩减	15
图 28: 耐克服装类产品供应商数量缩减	15
图 29: 彪马供应商数量缩减	15
图 30: 截至年末我国纺织业企业单位数	15
图 31: 截至年末我国纺织业亏损企业单位数	15
图 32: 全球运动服饰市场规模 (亿美元) 及同比增速	16
图 33: 中国运动服饰市场规模 (亿元) 及同比增速	16
图 34: 2019~2024 年运动服饰 CAGR 优异	16
图 35: 我国和全球运动服饰 CR5 不断提升	17
图 36: 我国和全球运动服饰集中度高于其它服装细分品类	17
图 37: 全球运动服饰市场竞争格局 (2018)	17
图 38: 我国运动服饰市场竞争格局 (2019)	17
图 39: 头部品牌增速快于市场整体增速	17
图 40: 头部品牌增速快于市场整体增速	17
图 41: 耐克大中华区营收增速快于整体	18
图 42: 阿迪达斯大中华区营收增速快于整体	18
图 43: 疫情后国民运动意识提升	18
图 44: 纺织服装产业链示意图	20
图 45: 各公司 2020H1 营收增速	21
图 46: 公司生产设备资本开支	22
图 47: 公司精益生产——智能吊挂系统	22
图 48: 公司通过电脑控制生产过程	22
图 49: 公司人均员工薪酬 2010~2020CAGR 领先其它公司 (估算)	23
图 50: 公司为员工创办幼儿园	23
图 51: 公司为员工包车返乡	23
图 52: 公司员工食堂	23
图 53: 公司员工宿舍	23
图 54: 公司员工流动率不断下降	23
图 55: 公司人均成衣生产件数逐年提升	24
图 56: 公司人均创收逐年提升	24
图 57: 各公司成衣人均收入 (2019 年)	24
图 58: 公司 ROIC 领先同业	24

图 59: 各公司平均研发投入金额 (2016~2020, 百万元)	24
图 60: 各公司研发费用率	24
图 61: 公司拥有专利数量领先同业公司	25
图 62: 公司面料专利占比高	25
图 63: 公司耐克专用工厂	26
图 64: 公司同品牌共同开发产品	26
图 65: 公司成衣单价 (估算)	27
图 66: 耐克、优衣库、阿迪达斯、彪马、森马服饰、安踏、李宁、特步为公司颁发的奖项	28
图 67: 公司 NIKE 业务增速和 NIKE 服装营收增速	28
图 68: 公司 ADIDAS 业务增速和 ADIDAS 服装营收增速	28
图 69: 公司 PUMA 业务增速和 PUMA 服装营收增速	29
图 70: 公司 UNIQLO 业务增速和 UNIQLO 营收增速	29
图 71: 2020 年公司运营地区 (绿色和蓝色为公司生产基地, 红色为销售办事处)	30
图 72: 公司历史估值 PE(TTM)	35
表 1: 公司管理团队	8
表 2: 2021~2023 年体育赛事活动	18
表 3: 国家政策频繁出台以促进体育运动行业发展	19
表 4: 公司部分专利成果	25
表 5: 公司将面料研发成果嵌入品牌产品的部分实例	27
表 6: 纺织服装产业价值链上各公司布局情况 (百分比为营收占比)	29
表 7: 公司面料产能估算 (单位: 吨/天)	30
表 8: 公司成衣产能梳理及预算 (员工人数单位: 人, 产能单位: 万件)	32
表 9: 阿迪达斯和彪马订单量估算	33
表 10: 耐克和优衣库订单量估算 (耐克单位: 美元, 优衣库单位: 日元)	33
表 11: 公司盈利预测	34
表 12: 可比公司估值比较	35

1、申洲国际：中国最具规模的纵向一体化针织制造商

申洲国际是我国最大的纵向一体化针织制造商。公司成立于 1988 年，主要以委托设计（ODM）及代工（OEM）相结合的方式布局服装产业链上的面料和成衣制造环节，将面料织造、染整、印绣、裁剪与缝制四道生产工序合而为一。公司作为 NIKE、ADIDAS、PUMA、UNIQLO 等国际知名服装品牌的核心供应商，产品涵盖了运动服装、休闲服装和内衣服装，主要销往中国大陆、日本、美国、欧洲等国家和地区。2020 年公司员工超过 89100 人，产房占地面积超过 555 万平方米，建筑面积超过 407 万平方米。

图 1：公司简介

原材料采购	面料制造	成衣制造	品牌客户	终端销售
纱线 化学染料 辅料（纽扣、拉链等）	常规面料 功能性面料 特殊原材料的面料	运动类 休闲类 内衣类 其它（主要为口罩）		中国内地  日本  欧洲  美国  其它（韩国等）

资料来源：公司公告，招股章程，华金证券研究所

产品原材料为主要营业成本：成本端来看，公司的主营业务成本包括产品原材料、人工成本和制造费用，占比分别为 51%、34%和 15%。产品原材料为公司主要的营业成本，其中，纱线为主要原材料，占营业成本比例约为 29%，成衣制造的辅料等和面料生产的染化料占比分别约 14%、7.5%。

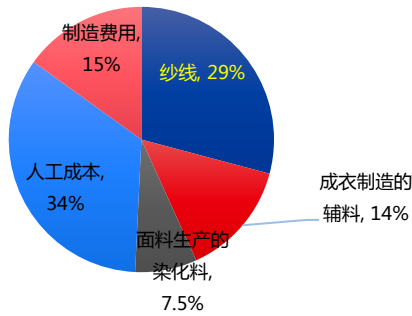
海内外产能布局趋于均衡：公司面料产能分布在浙江宁波市和越南西宁省，目前，越南和宁波工厂面料产能各占一半。成衣产能方面，公司在浙江宁波市、安徽安庆市、柬埔寨和越南拥有成衣工厂。目前，国内工厂承接公司约 60%的成衣产能，随东南亚新建成衣工厂的逐步投产，公司海内外成衣产能布局也将趋于均衡，双纵向一体化格局可期。

产品结构持续优化：公司以代工优衣库品牌起家，初期产品主要为休闲服饰，2005 年起通过和国际运动龙头品牌签订长期订单，大力发展高附加值的运动服装，运动服饰占比从 2%大幅提升至 9%。2010 年运动服饰营收占比超过休闲服饰，公司产品结构不断优化，2020 年运动服饰和休闲服饰占比分别为 70%、20%。

客户均为优质服装品牌：前四大客户 NIKE、UNIQLO、ADIDAS 和 PUMA 为运动和休闲服装龙头品牌，公司持续缩减中小订单，集中资源专注服务四大战略客户，以确保核心客户的产能充足。2020 年，四大客户收入占比分别为 26.8%、24.8%、21.8%和 11.2%，其他客户收入占比为 15.4%，客户结构较为平衡。同时，公司不断引入优质品牌客户，如安踏、李宁、Ralph Lauren 等知名品牌，客户结构向多元化发展进一步避免公司受单一客户订单不及预期的影响。

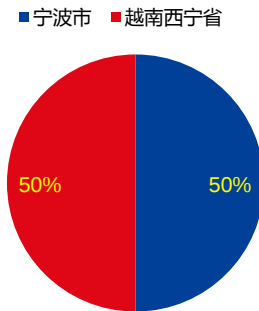
终端市场全球化：销售端来看，随公司拓展运动服饰业务，产品销售市场由日本单一市场扩展至全球各地，2020 年，中国大陆、欧洲、日本、美国和其他地区收入占比分别为 31.8%、16.0%、20.8%、13.5%和 17.9%，公司不过度依赖单一市场。中国大陆目前为公司最大的销售市场，由于公司采购和销售主要以人民币和美元结算，大陆市场占比提升一定程度上缓解公司面临的人民币持续升值的压力。

图 2：公司主营业务成本结构（2020）



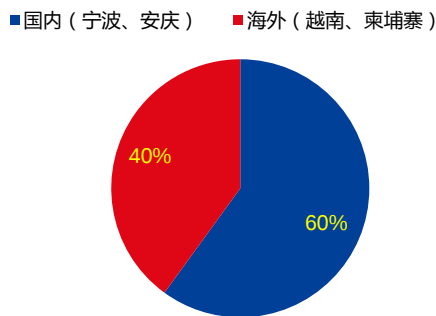
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 3：公司面料产能分布（2020）



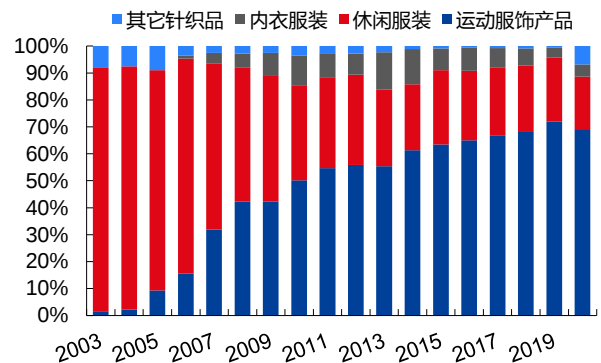
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 4：公司成衣产能分布（2020）



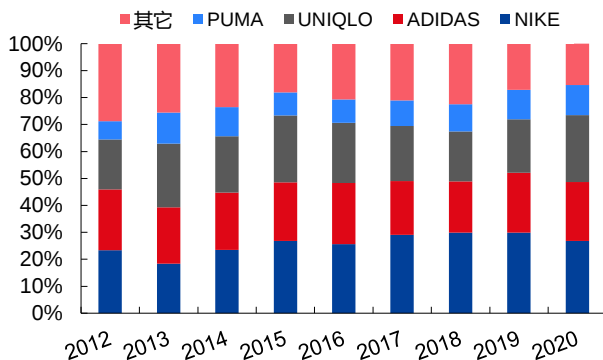
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 5：公司收入结构——分产品



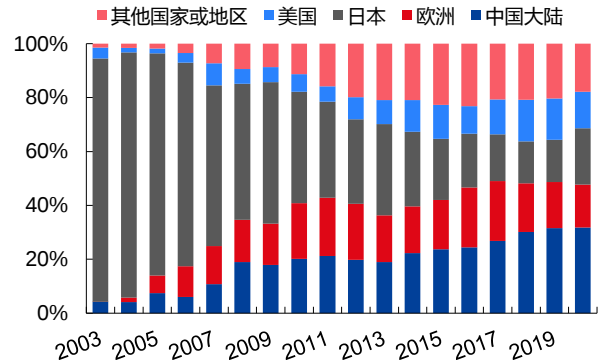
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：公司收入结构——分客户



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 7：公司收入结构——分地区

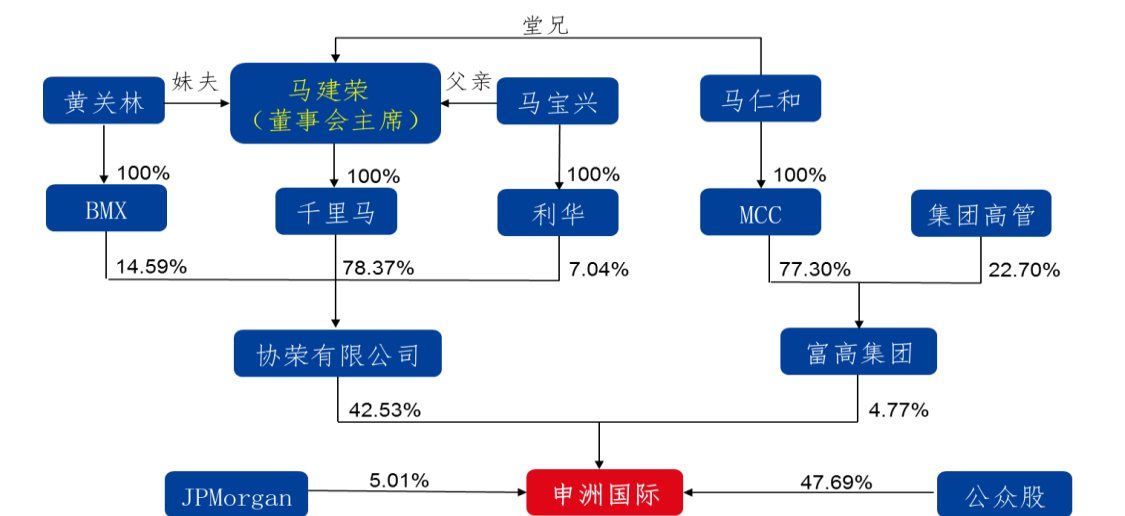


资料来源：公司公告，华金证券研究所

1.1 股权结构：股权结构清晰，管理团队扎实稳定

马建荣家族为公司实际控制人，股权结构清晰。截至 2020 年 12 月末，控股股东协荣有限公司持有公司 42.53% 的股份，马建荣、黄关林（马建荣妹夫）和马宝兴（马建荣父亲）间接持有协荣有限公司 100% 的股权，为公司实际控制人。马仁和（马建荣堂兄）和申洲集团高管通过持股富高集团共拥有公司 4.77% 的股份，公司股权集中于马建荣家族及集团高管保证了公司经营战略和管理的一致性及连续性。JPMorgan 为公司持股 5% 以上的股东，其它 47.69% 为公众持股。

图 8：公司股权结构（截至 2020 年 12 月末）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

管理团队经验扎实，陪伴公司一路成长。公司管理团队多成员多在纺织制造行业深耕多年，行业经验丰富并陪伴公司一路成长，平均从业年限超过 30 年。平均加盟公司超过 23 年。董事会主席马建荣在 1989 年进入公司前，曾在绍兴棉纺厂和杭州临平针织服装厂工作，拥有逾 40 年的行业经验。

表 1：公司管理团队成员

姓名	职务及负责工作	年龄	纺织业从业年限	加盟公司时间
马建荣	董事会主席、主席兼提名委员会主席；负责集团整体业务及发展战略	57 岁	40 年	1989 年
黄关林	执行董事兼总经理；负责生产、行销及市场推广	56 岁	33 年	1989 年
马仁和	执行董事兼副总经理；负责染整和行政事务	61 岁	44 年	1989 年
王存波	执行董事兼副总经理；2004 年加盟公司担任财务部部长兼财务总监，2011 年升任公司董事	49 岁	—	2004 年
陈芝芬	执行董事兼副总经理；负责所有制衣部	52 岁	31 年	1990 年
陈德兴	现任公司财务总监兼公司秘书	50 岁	—	2008 年
陈岚	副总经理；负责棉纱等原材料采购及咨询管理	55 岁	32 年	1989 年
顾朝权	副总经理；负责安徽制衣工厂的生产运营	59 岁	33 年	1989 年
言德林	副总经理；主管柬埔寨制衣工厂	66 岁	33 年	1999 年
江涛	总经理助理、UNIQLO 事业部部长	54 岁	25 年	1998 年
崔纪锋	总经理助理；负责技术及品质事务	57 岁	32 年	1990 年
胡永海	总经理助理；负责面料技术事务	55 岁	32 年	—

姓名	职务及负责工作	年龄	纺织业从业年限	加盟公司时间
马彬	总经理助理、NIKE 事业部部长；负责 NIKE 事业部运作项目管理和客户关系维护	50 岁	21 年	2001 年
宋庆	总经理助理、ADIDAS 事业部部长；主管 ADIDAS 事业部的日常管理和制度建设	51 岁	23 年	2007 年
徐惠国	副总经理；负责集团行政事务	68 岁	—	2011 年
杨红辉	副总经理；负责公司的生产计划	52 岁	31 年	1990 年

资料来源：公司公告，华金证券研究所（年龄和从业年限均截至 2020 年）

1.2 发展历程：眼光前瞻，顺势而为，行业龙头稳健前行

迎难而上，眼光前瞻，奠定发展基调（1988~1996）。1988 年，宁波北仑区政府为解决当地就业问题，牵头创办申洲织造有限公司，马建荣的父亲马宝兴作为上海针织二十厂的副厂长，被引进公司担任负责人并决定带领公司进入中高端服装制造领域，承接盈利性更好的日本婴儿服饰订单。这一决定在当时国人普遍不注重服装质量的年代，极具前瞻性，为公司日后的发展奠定了主基调，申洲织造于 1992 年开始盈利。

抓住机遇，不改初心，产能持续扩张（1997~2011）。1997 年，马建荣接管公司，开始和优衣库、伊都锦、伊藤洋华堂等日本知名中高端服装品牌建立合作，逐步做大做强。通过和日本品牌的合作，公司较早积累了对产品质量控制及精益化生产的经验，为日后进入欧美优质品牌供应链打下了坚实的基础。2001 年，我国加入 WTO，贸易自由化进程加快，公司为避免日本单一市场的经营风险，开始寻求同欧美运动服饰品牌合作，抓住运动服饰发展机遇，2006~2007 年陆续为耐克、阿迪达斯建设专用工厂，加深合作。面对 2008 年全球金融危机，公司管理层坚持初心，专注深耕在纺织制造业，不改产能扩充脚步，彰显对自身发展的强大信心。

顺势而为，拥抱创新，行业龙头稳健前行（2012~至今）。随我国服装出口占全球比例下滑，东南亚国家逐步承接低端纺织制造产能，公司海外产能布局脚步顺势加快，2012 年起陆续在柬埔寨和越南新建成衣和面料工厂，成功在海外复制纵向一体化运营模式。产能扩充的同时，公司坚持创新，注重对设备技改升级，加速推进自动化建设，打造现代化工厂。从最初定位中高端制造产能，到拓展欧美运动品牌，再到东南亚布局，公司经营战略极具前瞻性，跟随行业发展顺势而为，树立传统制造商稳扎稳打、创新进取的典范。

图 9：公司发展历程



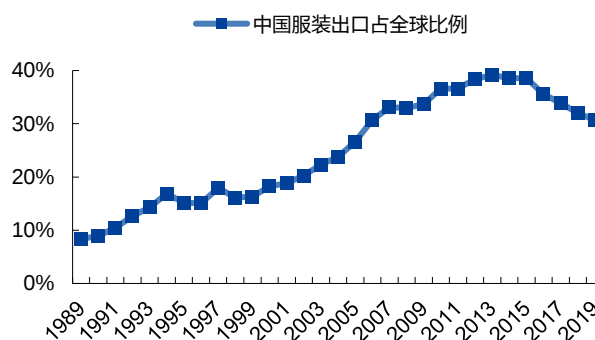
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 10：全球纺织产业链转移历程



资料来源：前瞻产业研究院，华金证券研究所

图 11：我国服装出口占全球比例

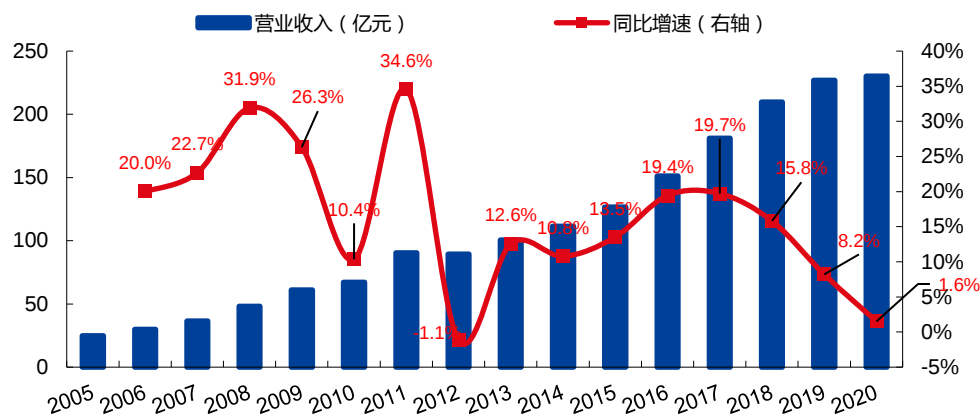


资料来源：Wind，华金证券研究所

1.3 财务回顾：业绩双位数复合稳健增长，盈利水平突出

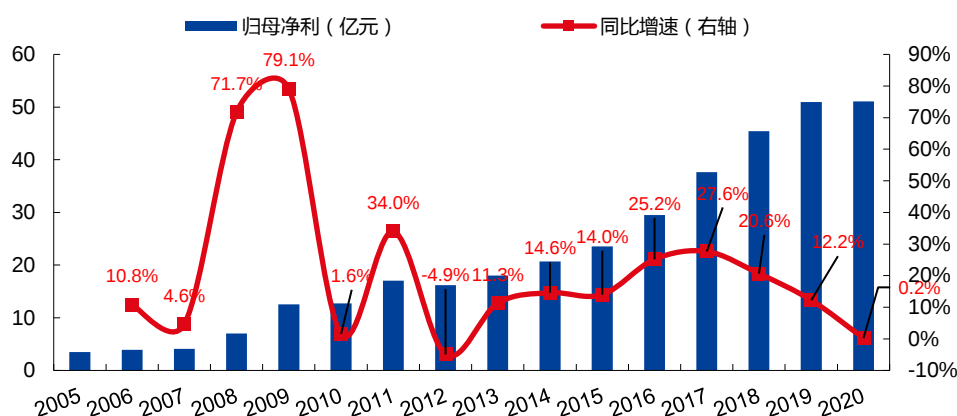
成长性：营收和净利润均双位数复合增长。2005~2011 年公司营收和归母净利年均复合增速分别达到 24%和 30%。2012 年，受自身产能限制及日本市场不达预期影响，当年净利润小幅下滑。2013 年开始，公司进入稳健增长阶段，**2012~2020 年营收和归母净利年均复合增速分别为 13%和 15%。**2020 年营业收入和归母净利分别实现 230 和 51 亿元，同比增长 1.6%和 0.2%，剔除零售业务后，制造业务收入同比增长 3.7%，疫情下制造业务实现正增长实属不易。

图 12：公司营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 13: 公司归母净利及同比增速



资料来源: Wind, 华金证券研究所

盈利性: 公司盈利水平突出, 收益质量高。公司毛利率近十年稳中有升, 2020 年毛利增长 0.9pct 至 31.24%。同其它纺企相比, 公司运动服饰占比高, 纵向一体化布局下, 面料研发实力强化自身议价权, 使得毛利率领先同业。各项费用率较为稳定, 销售费用率 2011~2019 年起持续上涨主要为公司马威品牌零售业务加大宣传推广影响。2020 年, 公司零售业务已全面退出, 预计未来各项费用率将保持稳定趋势。公司净利率近十年稳中有升, 2020 年, 净利率微增 0.2pct 至 22.04%, 经营活动现金流净额/归母净利约 110%, 高盈利的同时, 公司收益质量高, 变现能力强。

图 14: 公司毛利率和净利率

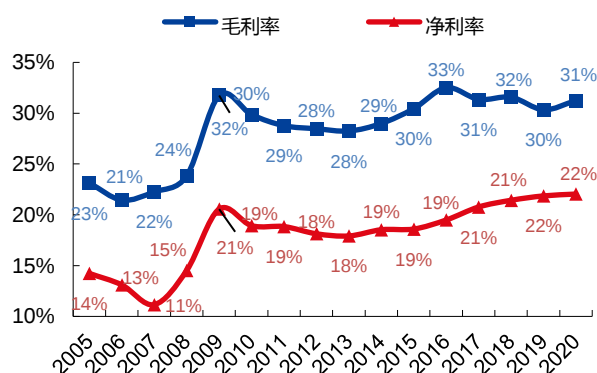
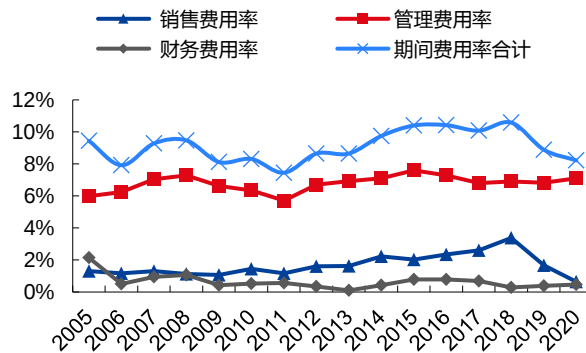
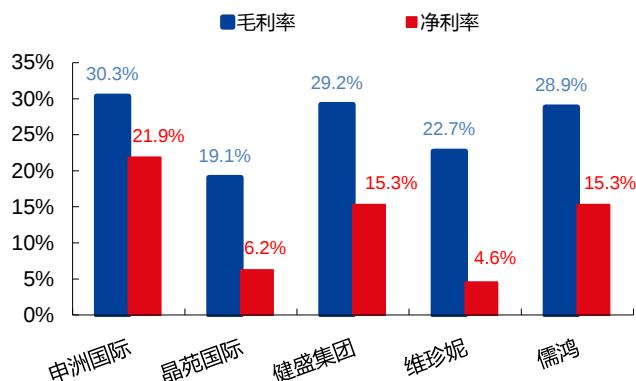


图 15: 公司各项费用率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

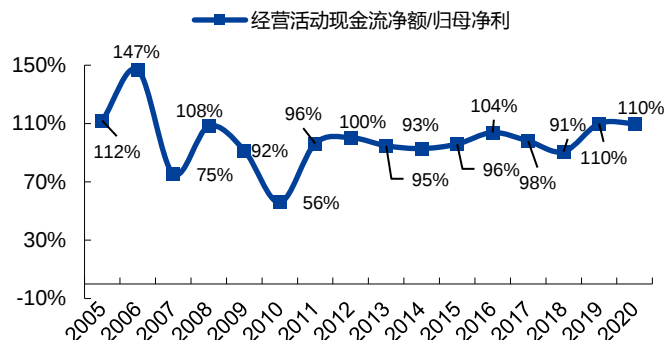
图 16: 公司盈利水平领先



资料来源: Wind, 华金证券研究所 (因 2020 年各公司受疫情影响较大, 故比较 2019 年度数据)

资料来源: Wind, 华金证券研究所

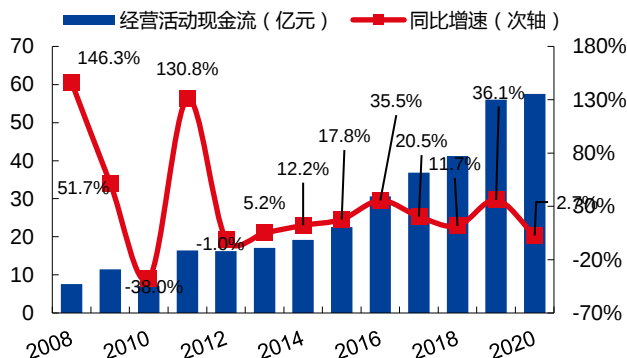
图 17: 公司经营活动现金流净额/归母净利



资料来源: Wind, 华金证券研究所

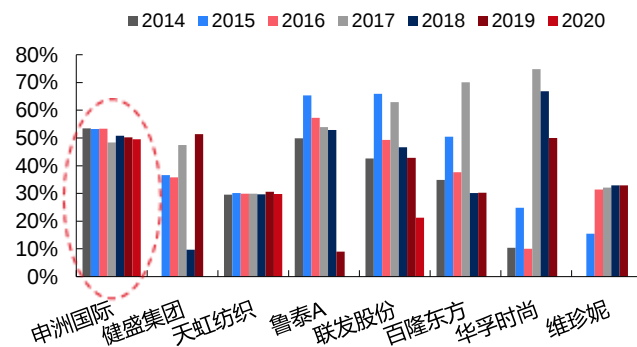
现金流: 经营现金流净额稳定增长, 公司分红水平高, 充分重视股东回报。公司于 2005 年 11 月在香港联交所上市, 2010 年 3 月被纳入恒生综合指数, 2018 年 9 月成为恒生指数成分股。2014 年至今, 经营活动现金流净额保持稳健增长, 每年经营活动现金流基本保持一半用于资本开支, 一半用于现金分红, 公司分红水平稳定在 50% 左右, 处于行业较高水平, 2020 年, 公司每股派现 2 港元, 股利支付率近 50%。公司经营稳健, 盈利能力稳中有升, 倾向认为目前分红水平未来有望持续。

图 18: 公司经营活动现金流净额及同比增速



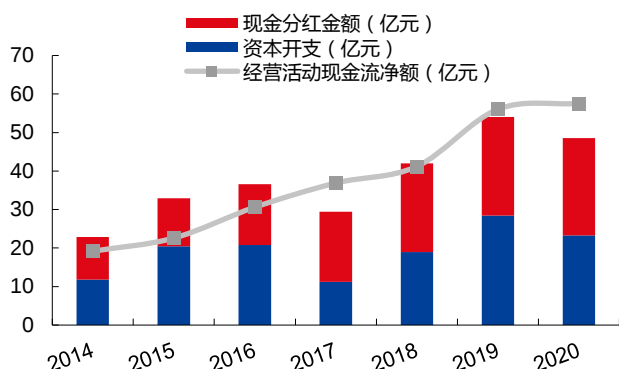
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 19: 公司分红水平稳定维持在 50%



资料来源: Wind, 华金证券研究所

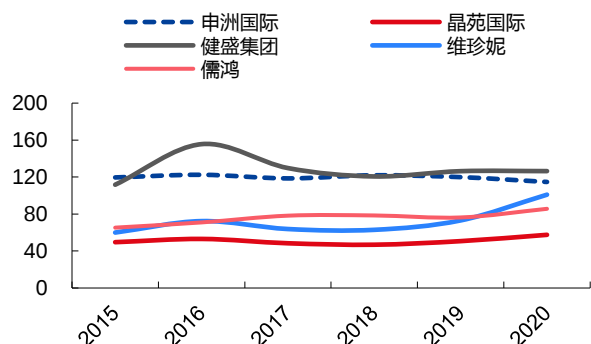
图 20: 公司资本开支及现金分红情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

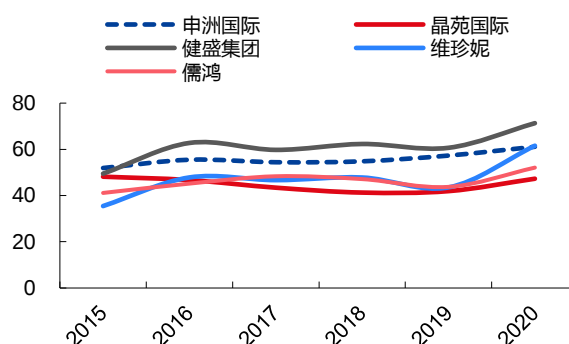
营运能力: 纵向一体化模式下, 公司存货周转天数较高。公司生产面料全部自用, 不对外销售, 采购纱线后, 依次进行面料和成衣生产使得公司存货价值更高, 存货周转天数高于其它纺织制造企业, 近年稳定在 120 天左右。同为“面料+成衣”纵向一体化模式的台湾纺织制造企业儒鸿由于自产面料同时对外销售, 存货周转快于公司。公司应收账款天数稳定在 50 天左右, 处于行业正常水平。

图 21: 各公司存货周转天数 (天)



资料来源: Wind, 华金证券研究所 (维珍妮为 2020.4.1~9.30 中报数据)

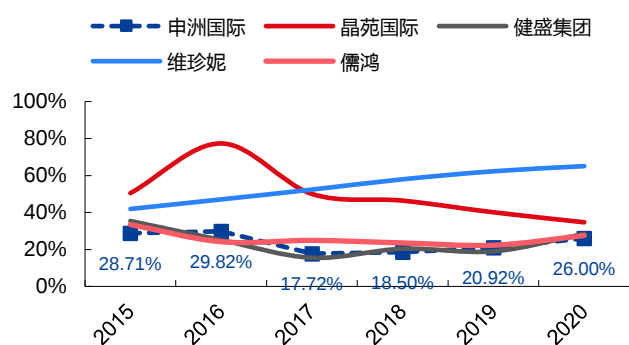
图 22: 各公司应收账款周转天数 (天)



资料来源: Wind, 华金证券研究所 (维珍妮为 2020.4.1~9.30 中报数据)

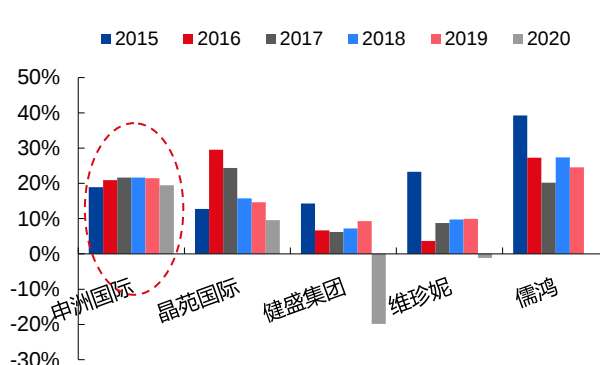
投资回报: 轻杠杆, 高盈利水平带来高 ROE。2014 年公司发行可转债, 2015~2016 年资产负债率达到 30%, 2017 年, 可转债全部转股后, 资产负债率保持在 20%左右, 2020 年资产负债率有所上升主要为公司通过低息借贷进行理财投资获取利息净收入考量。综合分析, 公司投资回报稳定, ROE 保持在 20%以上, 源于销售净利率较高, 盈利能力强。

图 23: 各公司资产负债率



资料来源: Wind, 华金证券研究所 (维珍妮为 2020.4.1~9.30 中报数据)

图 24: 各公司 ROE



资料来源: Wind, 华金证券研究所 (维珍妮为 2020.4.1~9.30 中报数据)

2、行业：纺织业整合进行时，运动需求旺盛，公司订单可期

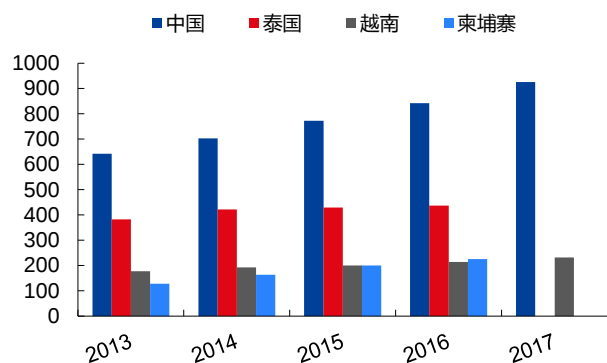
2.1 纺织制造行业：产能东南亚转移趋势未改，行业持续整合

我们认为纺织制造行业供给端的两大趋势将利好公司。一方面, 产能持续向东南亚国家转移利好早期布局东南亚的纺企。我国纺织企业出口业务占比高, 由于国内劳动力成本上升、环境监

管趋严、关税优势小等原因，国内纺织制造企业大幅在海外建厂以提升产品在国际上的竞争力，东南亚国家劳动力成本低廉且劳动力素质与我国较为接近，并且和美国、欧洲主要服装进口国之间存在自由贸易协定，成为纺织制造企业出海的首选地。2018 年起，柬埔寨已经超越中国，成为阿迪达斯服装产品订单量最大的国家，国内纺企产能向东南亚转移符合品牌订单转移趋势。公司东南亚产能布局可追溯到 2005 年，海外工厂的运营管理能力较为成熟，先发优势明显，且海外产能扩张仍在持续。

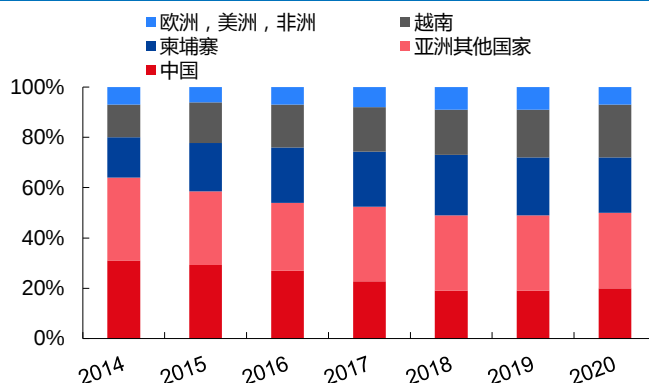
此外，2020 年 11 月 15 日，我国和东盟 10 国、日本、韩国、澳大利亚和新西兰共 15 个国家正式签署区域全面经济伙伴关系协定（RCEP），协定的生效至少需要 6 个东盟成员国和 3 个非东盟成员国的核准。截至今年 6 月 30 日，新加坡、泰国、日本和我国已率先完成核准程序，其他成员国表示将在今年年底前批准协定并完成官方核准程序，推动协定于 2022 年初生效，RCEP 释放巨大红利的前景越发清晰。协定最终被批准后，东南亚国家纺织制造产业竞争力将进一步提升，各成员国也能够充分发挥自身生产要素的比较优势，优化资源配置，提高产业分工效率，增强成员国服装出口的全球竞争力。我们认为 RCEP 落地后长期将利好已布局东南亚的我国纺织制造企业。

图 25：各国家工资水平对比（美元/月）



资料来源：前瞻产业研究院，国际劳工组织，华金证券研究所

图 26：阿迪达斯服装产品全球产能分布



资料来源：阿迪达斯公司公告，华金证券研究所

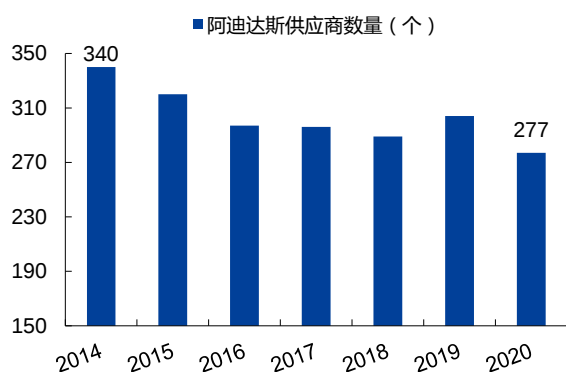
另一方面，纺织制造行业受下游品牌和经营环境影响不断整合，利好龙头纺织制造商。

1) 下游品牌方面，品牌为保证产品品质的稳定性，注重同核心供应商保持长期合作关系。各品牌不断精简供应商数量，优中选优，使得订单向核心供应商集中。

- 2018 年阿迪达斯对上游供应商的称呼由“生产设施（facility）”转变为“独立生产伙伴（independent manufacturing partner）”，并提出“关键战略伙伴（key strategic partner）”的概念。2019 年，阿迪达斯 45 家“关键战略伙伴”共承接了品牌 90% 的订单量，并且，45 家关键战略合作伙伴中有 38 家已经和阿迪达斯合作超过 10 年。
- 耐克的服装产品供应商由 2013 年的 430 家缩减至 2019 年的 329 家，并且前五大供应商承接订单量占比上升至一半，彪马同样呈现供应商数量下滑的情况。
- 可以看到，为保证产品品质稳定及降低全球供应链管理成本，订单越来越向和品牌长期合作的核心供应商集聚。由于知名品牌对供应商的准入考核时间普遍在 1 年左右，从合格供应商再到核心供应商，还要经过平均 5~6 年的考察，因此，制造商获得品牌长期

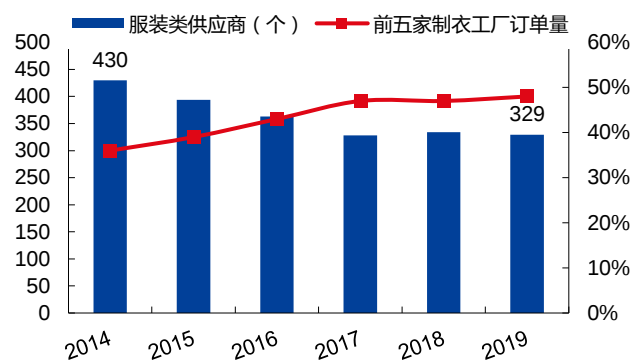
稳定的大规模订单壁垒较高。公司作为四大客户全球第一大成衣供应商，地位将进一步强化。

图 27：阿迪达斯供应商数量缩减



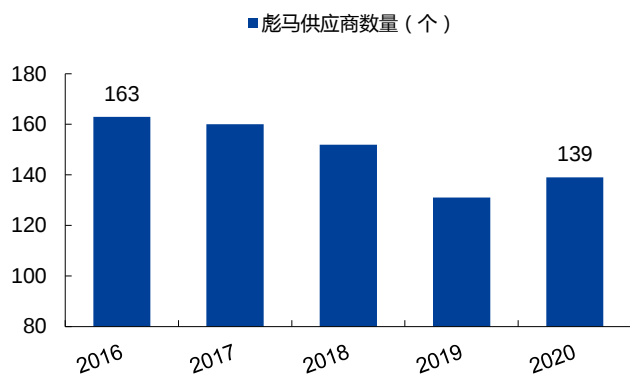
资料来源：阿迪达斯公司公告，华金证券研究所

图 28：耐克服装类产品供应商数量缩减



资料来源：耐克公司公告，华金证券研究所

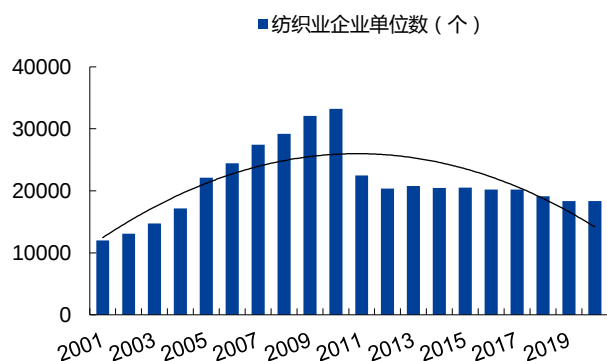
图 29：彪马供应商数量缩减



资料来源：彪马公司公告，华金证券研究所

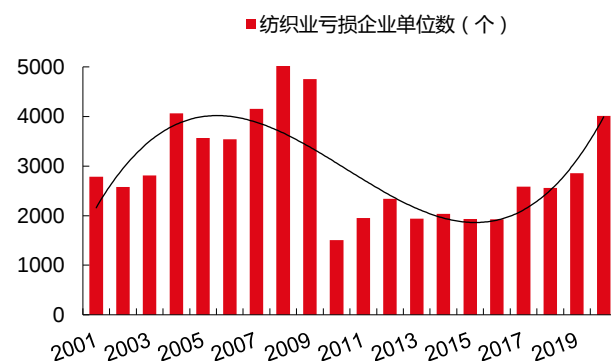
2) 经营环境方面，2011 年来，纺织业企业单位数呈下降趋势的同时，亏损企业个数逐年增多，行业落后产能逐渐出清，订单向头部制造商集中。去年疫情下，纺织制造产业面临严峻挑战，亏损企业数量增加，未来行业集中度将进一步提升。综上，在品牌精简供应商和经营环境挑战的双重影响下，已深度绑定优质品牌，具备突出核心竞争优势的头部纺企将充分受益。

图 30：截至年末我国纺织业企业单位数



资料来源：国家统计局，华金证券研究所（注：曲线为纺织业企业单位数趋势线）

图 31：截至年末我国纺织业亏损企业单位数

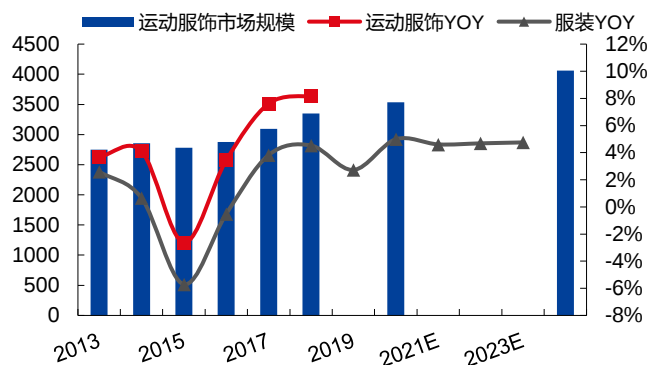


资料来源：国家统计局，华金证券研究所（注：曲线为纺织业亏损企业单位数趋势线）

2.2 运动服饰行业：赛道优质，集中度高，公司客户为头部品牌

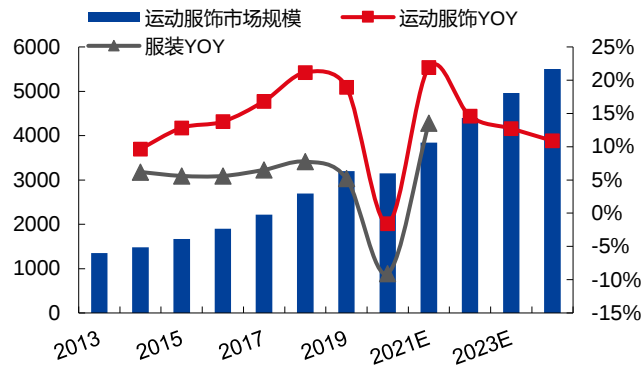
需求端：运动服饰增速快于整体服装市场，赛道优质。由于公司运动类产品占比超过 70%，因此，我们通过分析运动服饰的需求来反映公司产品的需求情况。2020 年，全球和我国运动服饰市场规模分别为 3535 亿美元和 3150 亿元，2015~2020 年近五年年均复合增速分别约为 5% 和 14%，快于服装整体增速，运动服饰渗透率逐渐提升。据前瞻产业研究院数据，2024 年全球和我国运动服饰市场规模将达到 4061 亿美元/5500 亿元，2019~2024 年均复合增速均超过男装、女装等细分品类，运动赛道景气度持续，需求确定性较高。

图 32：全球运动服饰市场规模（亿美元）及同比增速



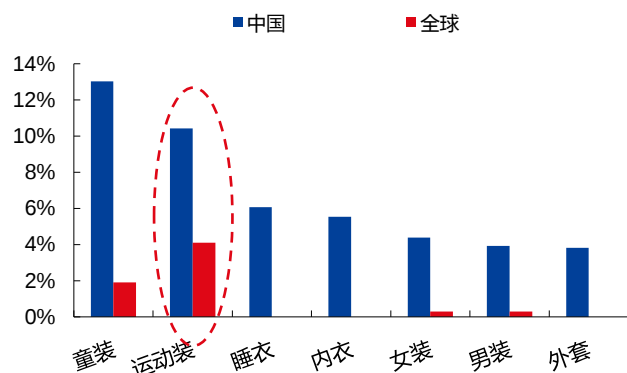
资料来源：搜狐网，前瞻产业研究院，华金证券研究所

图 33：中国运动服饰市场规模（亿元）及同比增速



资料来源：前瞻产业研究院，361 度公司公告，华金证券研究所

图 34：2019~2024 年运动服饰 CAGR 优异



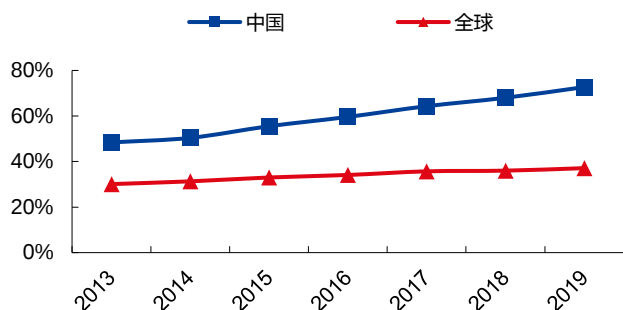
资料来源：前瞻产业研究院，华金证券研究所

供给端：运动服饰市场集中度高。我国和全球运动服饰市场集中度逐年上升，2019 年前五大品牌市占率分别达到了 72.7% 和 37.1%。相比于童装、女装等服装细分品类，运动服饰市场在我国和全球均有更高的集中度，市场呈向头部集中的状态。

公司客户均为运动服饰优质品牌，有望推动订单量持续增长。申洲的核心客户耐克和阿迪达斯在全球和我国均处于头部地位。1) 全球运动服饰市场呈现耐克和阿迪达斯双寡头格局，二者市占合计达到 27.6%，且二者服装产品增速均快于全球市场，其它品牌市占率变化不大，较难与之抗衡。2) 我国运动服饰市场中，除耐克、阿迪达斯市占率不断提升外，申洲的国内品牌客户安踏增长迅猛，李宁和特步占有一席之地，公司合作品牌的服装产品增速同样快于我国运动服饰

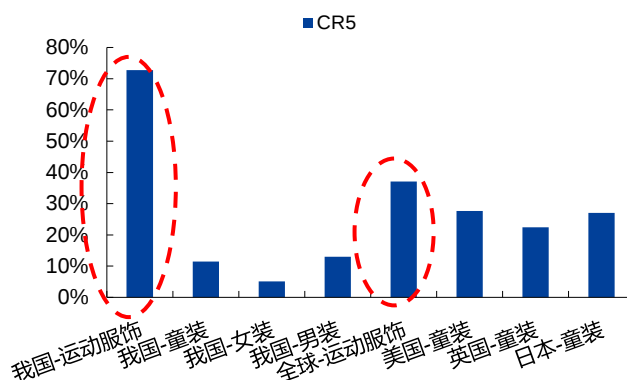
市场。运动服饰需求高增长背景下，市场份额不断向公司的客户矩阵集中，有利于推动公司订单量持续增长。

图 35：我国和全球运动服饰 CR5 不断提升



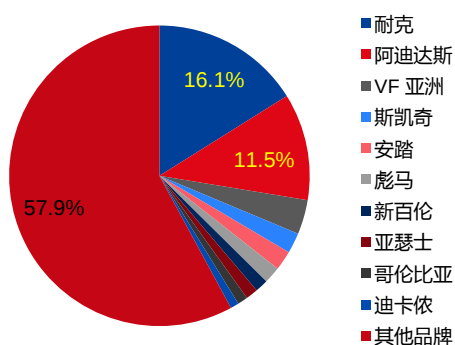
资料来源：前瞻产业研究院，华金证券研究所

图 36：我国和全球运动服饰集中度高于其它服装细分品类



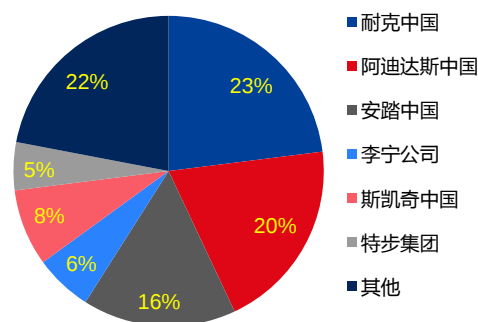
资料来源：前瞻产业研究院，华金证券研究所

图 37：全球运动服饰市场竞争格局（2018）



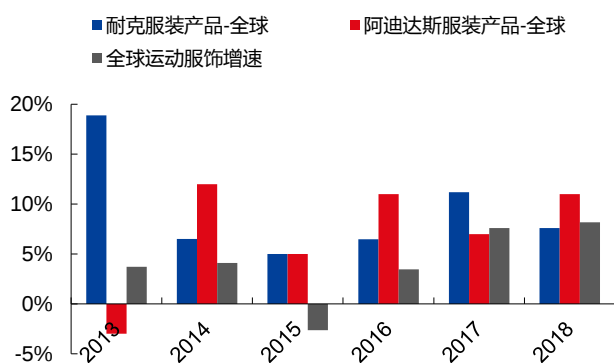
资料来源：搜狐网，华金证券研究所

图 38：我国运动服饰市场竞争格局（2019）



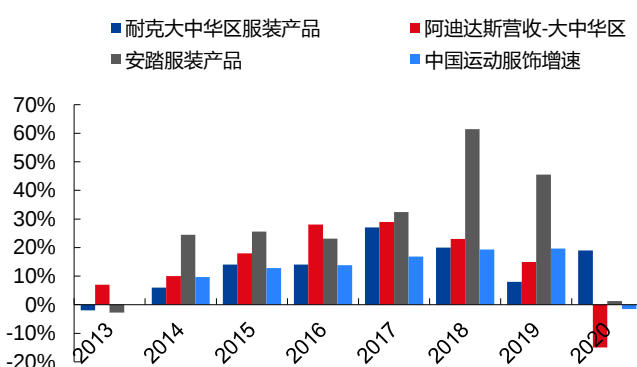
资料来源：华经情报网，华金证券研究所

图 39：头部品牌增速快于市场整体增速



资料来源：Wind，搜狐网，前瞻产业研究院，华金证券研究所（耐克财年为上年 6 月 1 日至下年 5 月 31 日）

图 40：头部品牌增速快于市场整体增速

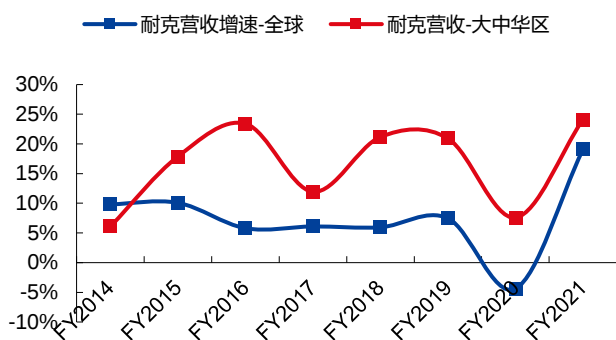


资料来源：Wind，耐克、安踏公司公告，华金证券研究所（耐克财年为上年 6 月 1 日至下年 5 月 31 日）

我国运动服饰需求旺盛有望成为头部运动品牌未来增长的强力引擎。可以看到耐克和阿迪达斯大中华区的营收增速均快于品牌整体增速，带动大中华区占比不断提升，我国运动服饰需求的旺盛，有望促进国际品牌收入增长和国内运动品牌市占率的提升。我国运动服饰需求短期看点来

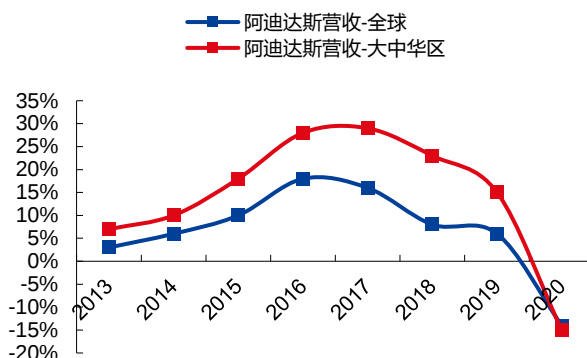
自于去年疫情催化下，国民健康意识的觉醒和体育赛事的密集举办对国民运动热情的激发，长期看点来自于国家政策对体育、健康产业的重视和扶持。

图 41：耐克大中华区营收增速快于整体



资料来源：耐克公司公告，华金证券研究所

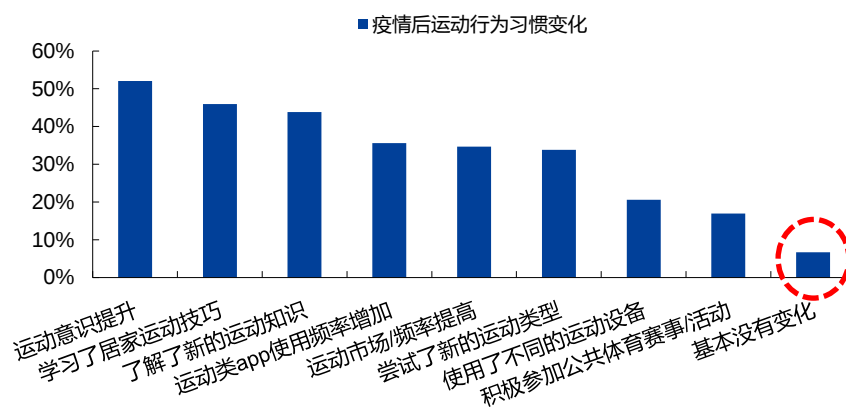
图 42：阿迪达斯大中华区营收增速快于整体



资料来源：阿迪达斯公司公告，华金证券研究所

疫情催化叠加赛事密集支撑运动服饰短期需求。随着国民收入和生活品质的提升，国民锻炼健身意识虽有所增强，但由于工作/娱乐休闲限制，体育锻炼活动多被耽搁。2020 年疫情进一步唤醒国民锻炼健身意识，根据艾瑞咨询的调查，疫情后国民运动意识普遍提升，仅有 6.7%的居民运动行为基本没有变化。随着疫情进入常态化阶段，未来 2~3 年体育赛事活动再启，奥运会、冬奥会等体坛盛事聚集，以及常规的中超联赛、NBA 比赛贯穿全年，频繁的赛事活动或将提升国民参与体育运动的热情和主动性，体育人口规模增长有望带来运动服饰需求活跃。

图 43：疫情后国民运动意识提升



资料来源：《艾瑞国民运动健康洞察报告 2021》，华金证券研究所

表 2：2021~2023 年体育赛事活动

计划举办时间	赛事名称	举办地点
2021 年 6 月	欧洲足球锦标赛（欧洲杯）	欧洲十二个城市（原定）
2021 年 6 月	南美足球锦标赛（美洲杯）	哥伦比亚、阿根廷
2021 年 7 月	第 32 届奥林匹克运动会	日本东京
2021 年 8 月	第 31 届世界大学生夏季运动会	中国四川
2021 年 9 月	第 14 届全国运动会	中国陕西
2021 年 11 月	世界羽毛球锦标赛	西班牙韦尔瓦
2022 年 2 月	第 24 届冬季奥林匹克运动会	中国北京
2022 年 9 月	第 19 届亚洲运动会	中国浙江

计划举办时间	赛事名称	举办地点
2022 年 11 月	第 22 届世界杯足球赛	卡塔尔
2023 年	亚足联亚洲杯足球赛（亚洲杯）	中国重庆等十城

资料来源：百度，华金证券研究所

政府和市场双轮驱动运动服饰市场长期扩容。近年来，随着体育强国和全民健身成为我国重要战略，国家相继发布多项政策，推动体育产业发展。在政策利好背景下，体育产业呈现蓬勃发展态势，赛道确定性强。未来随着政策支持方式的不断优化，有望形成政府和市场的双轮驱动效应，在保证体育产业快速增长的同时提高发展质量，增强体育产业发展的可持续性。发达国家平均体育人口占比在 45%~50%，美国体育人口占比已达到 70%，而我国 34%的体育人口占比仍处于较低水平，在政府和市场双轮驱动下，我国运动服饰市场规模有望进一步扩容。

表 3：国家政策频繁出台以促进体育运动行业发展

政策名称	发布时间	发布机关	相关内容
《关于加快发展促进体育消费的若干意见》	2014 年 10 月	国务院	把全民健身上升为国家战略，把增强人民体质、提高健康水平作为根本目标，把体育产业作为绿色产业、朝阳产业进行扶持，强调向改革要动力，向市场要活力，力争到 2025 年，体育产业总规模超过 5 万亿元，成为推动经济社会持续发展的重要力量
体育发展“十三五”规划	2016 年 5 月	国家体育总局	到 2020 年，经常参加锻炼的人数达到 4.35 亿，人均体育场地面积达到 1.8 平方米，全国体育产业总规模超过 3 万亿元，体育产业增加值的年均增长速度明显快于同期经济增长速度，在国内生产总值中的比重达到 1%，体育服务业增加值占比超过 30%。体育消费额占人均居民可支配收入比例超过 2.5%。
“健康中国 2030”规划纲要	2016 年 10 月	中共中央、国务院	到 2030 年，促进全民健康的制度体系更加完善，健康领域发展更加协调，健康生活方式得到普及，健康服务质量和健康保障水平不断提高，健康产业繁荣发展，基本实现健康公平，主要健康指标进入高收入国家行列。到 2050 年，建成与社会主义现代化国家相适应的健康国家。
《关于实施健康中国行动的意见》	2019 年 6 月	国务院	到 2022 年，健康促进政策体系基本建立，全民健康素养水平稳步提高，健康生活方式加快推广。到 2030 年，全民健康素养水平大幅提升，健康生活方式基本普及，居民主要健康影响因素得到有效控制，居民主要健康指标水平进入高收入国家行列，健康公平基本实现。
《关于促进全民健身和体育消费推动体育产业高质量发展的意见》	2019 年 9 月	国务院办公厅	以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，强化体育产业要素保障，激发市场活力和消费热情，推动体育产业成为国民经济支柱性产业，积极实施全民健身行动，让经常参加体育锻炼成为一种生活方式。意见提出“促进体育消费，增强发展动力”等 10 方面意见。
《冰雪旅游发展行动计划（2021-2023 年）》	2021 年 2 月	文化和旅游部、国家发展改革委、国家体育总局	到 2023 年，推动冰雪旅游形成较为合理的空间布局和较为均衡的产业结构，助力 2022 北京冬奥会和实现“带动三亿人参与冰雪运动”目标。冰雪旅游市场健康快速发展，冰雪旅游参与人数大幅增加，消费规模明显扩大，对扩内需贡献不断提升。促进冰雪旅游发展同自然景观和谐相融。

资料来源：中国政府网，百度百科，华金证券研究所

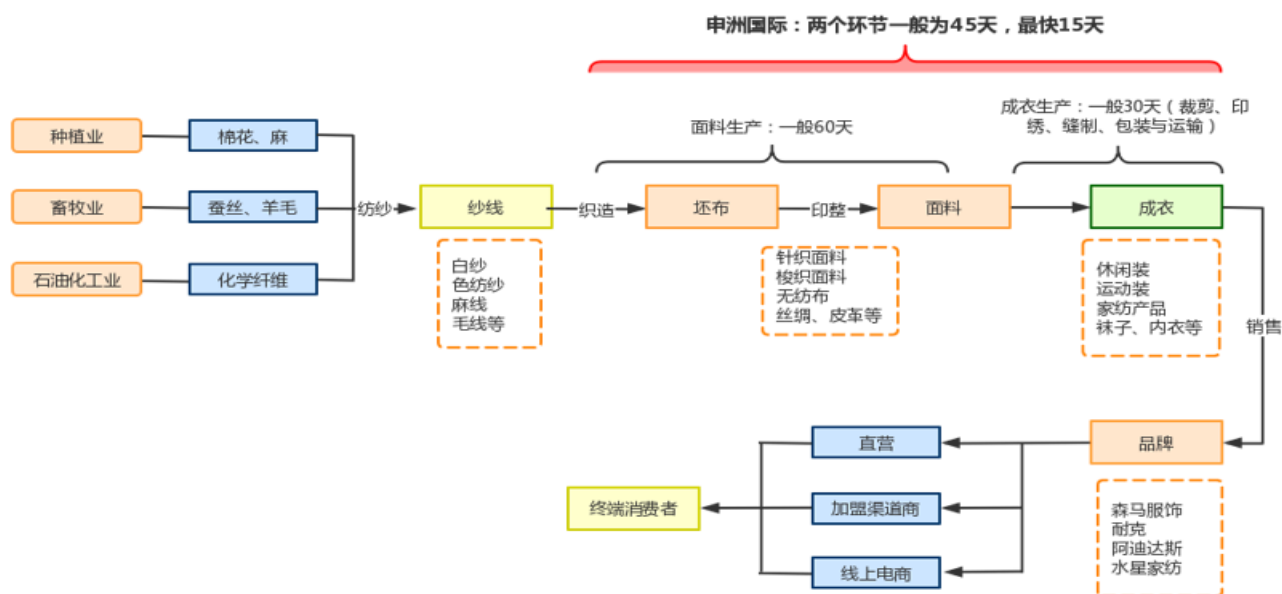
3、核心竞争优势：始于效率，立于创新

3.1 高生产效率：助益品牌快速响应市场需求，建立自身议价权

3.1.1 纵向一体化布局“面料+成衣”环节，高生产效率的基石

整合面料和成衣环节，助益品牌快速响应市场需求，建立议价权。我国纺织制造产业价值链从上至下分别为原材料、纺纱、织布、印染、裁剪与缝制和终端销售环节，对于品牌而言，面料厂商和制衣厂商的产能匹配是实现供应链快速反应的难点。据美国服装业协会(USFIA)的调查，品牌商倾向于选择“面料+代工”一体化的供应商，选择意愿从 2015 年的 37%提高至 2016 年的 59%。公司在东南亚和国内均同时布面料和成衣环节，自主安排生产活动，并极大缩短面料异地运输时间，提高生产效率。普遍的 OEM 成衣制造商接到品牌订单后，需要等待上游面料厂商先完成面料部分生产，再进行成衣制造，一般需要 3 个月左右的时间完成对品牌的交货。而公司面料和成衣的依次生产可以实现 45 天内完成，试样确认前提下最快可以 15 天交货，纵向一体化模式展现了极具竞争力的生产效率。此外，公司为核心客户建立专用工厂，同品牌设计团队协同合作，形成“产品设计→面料制造→成衣生产”的合作模式，使得品牌的设计环节和公司的制造环节无缝衔接，能够快速接收和反馈品牌的修改建议，帮助品牌及时抓住市场需求变化，建立自身议价权。

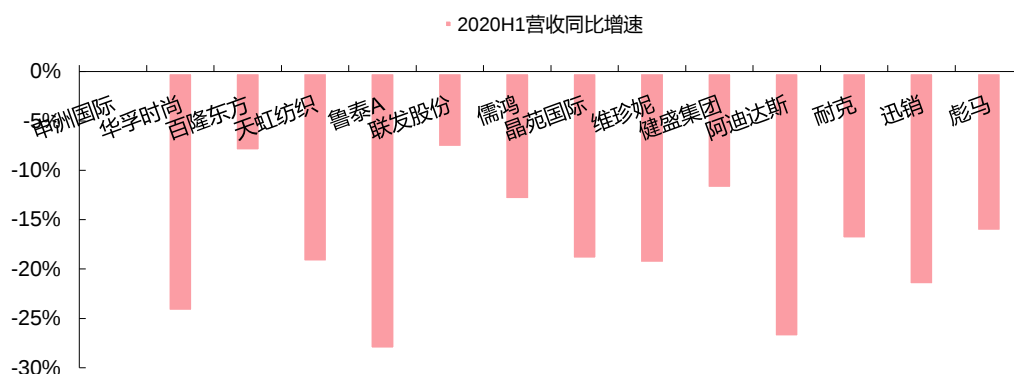
图 44：纺织服装产业链示意图



资料来源：新浪财经官方公众号，格隆汇，华金证券研究所

纵向一体化模式降低公司对外部供应链的依赖，抗风险能力强。2020 年上半年疫情严重期间，纺织服装产业链上下游公司受损严重，公司受益于纵向一体化布局，组织员工及时复工复产，自主进行面料制造和成衣加工，保证了疫情期间产能的稳定性。剔除已退出的马威品牌零售业务，公司 2020H1 营收同比增长 2.3%，归母净利润同比增长 1.5%，估算订单量同比增长了 6%。

图 45：各公司 2020H1 营收增速



资料来源：Wind，华金证券研究所（耐克数据为 2019.11 月末~2020.5 月末；迅销数据为 2020.2 月末~2020.8 月末；维珍妮数据为 2019.9 月末~2020.3 月末）

纵向一体化模式壁垒深厚。纵向一体化模式作为公司铸就高生产效率的关键运营模式，我们认为这个模式具有较高的进入壁垒。

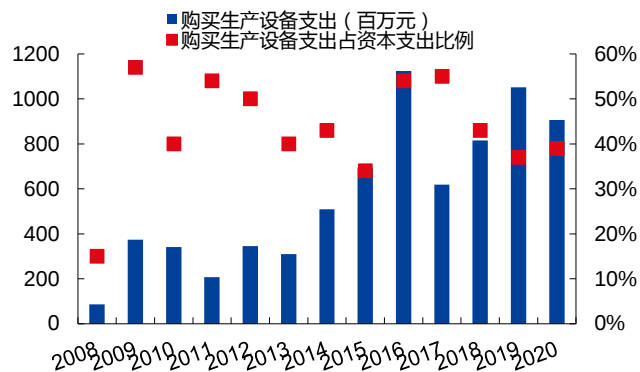
对于成衣企业，向上布局面料环节，面临技术门槛和生产资源的双重制约。1) 纵向一体化模式成功的关键在于面料研发能力。而面料研发能力的积累需要企业长期进行设备、研发技术、研发人员的投入，在短期内较难实现。相比于目前布局单一环节的纺企，公司从成立之初，就进行面料和成衣的纵向一体化布局，较早投入面料研发环节，面料印染和整理技术先进，新面料的开发能力成熟。2) 面料制造过程中的印染环节是能源消耗和污染物排放的主要环节，环境监管趋严下新增排污指标资源紧张，企业获取排污指标难度大，目前去东南亚国家建厂同样面临更高的环境门槛。

对于面料企业，向下布局成衣环节，规模化生产和上下游产业间利益冲突待解决。1) 纵向一体化模式需要大批量订单才能实现规模效益，而优质品牌对新供应商态度谨慎，普遍进行更为严格的审核和较长时间的考察，才会给予一定规模的订单。2) 面料企业拓展至成衣环节，还会面临和现有成衣客户的利益冲突。

3.1.2 精益生产管理，提质增效，高生产效率具备可持续性

工欲善其事，必先利其器，精益生产管理保证高生产效率具备可持续性。公司通过生产工艺改良，生产模具开发和应用，加速向“去技能化、舒适化、自动化、数字化”的生产模式转型。早在 2003 年，公司就开始从德国、日本和中国台湾等地购入先进生产设备。2017~2018 年，公司在海外产能稳步提升的情况下分阶段对国内工厂的设备进行更新改造，改良生产工艺，使各生产工序之间的衔接更为合理，进一步发挥公司纵向一体化的优势，并且在提高生产工艺准确性，促进产品品质稳定的同时，有效降低单位产品的能源消耗。2020 年，公司利用疫情期间部分产能空余的机会，对宁波基地的生产设施进一步实施了更新改造，使得生产流水线布局更为合理，全产业链的自动化水平进一步得到提升，如负责自动将生产任务分配给各个工作站作业员作业的传递物流工具——智能吊挂系统，降低作业员工劳动强度，减少各工序间传递时间，提高生产效率约 10%。

图 46：公司生产设备资本开支



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 47：公司精益生产——智能吊挂系统



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 48：公司通过电脑控制生产过程



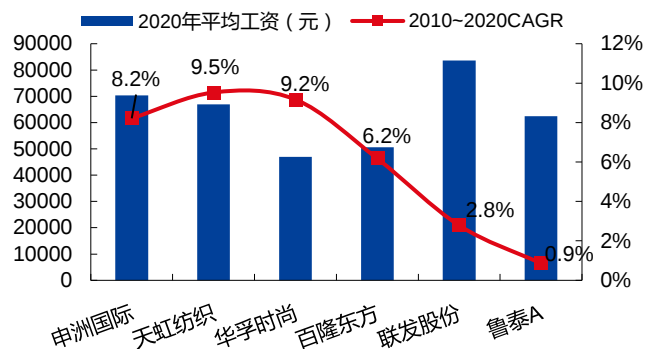
资料来源：公司公告，华金证券研究所

3.1.3 “人至上”管理理念，员工队伍稳定，生产效率更加理想

作为劳动密集型企业，公司对员工的关怀无微不至。作为典型的劳动密集型产业，公司坚持“人至上”的管理理念，对员工给予充分全面的关怀。在工作薪酬方面，我们估算 2020 年公司员工薪酬超过 70000 元/年，2010~2020 年，年均复合增速超过 8%，由于公司海外的低工资员工人数占比增加，实际的薪酬增幅更高，处于纺织制造行业领先水平，薪酬具备竞争力。在生活关怀方面，公司对员工的关怀无微不至。1）积极帮助员工解决子女入学问题。投入 300 万美元建立“新蕾幼儿园”，为员工子女提供学习环境。2）投入约 1 亿元，建设华东地区最大的中央厨房，供宁波地区近 4 万名员工用餐。3）对员工宿舍持续升级翻新，建造三人间员工宿舍，超市、洗衣房、休闲区一应俱全，进一步改善员工的住宿环境。4）连续十年为员工提供春运包车返乡，并准备随车食物，2020 年公司出资 2000 万元，包车为 14 个省的员工返乡，受益员工近万人。

员工队伍高度稳定，生产效率更加理想。公司对员工无微不至的关怀，使得公司拥有一支庞大但高度稳定的员工队伍。在员工数量不断增长的情况下，员工流动率保持在较低水平，并呈现下降趋势。2020 年，公司每月平均员工流动率下降 1.2pct 至 3.21%，中国、柬埔寨、越南三地员工流动率均有所下降。稳定的员工队伍是纺织制造企业重要的资源，能够促进纵向一体化模式和精益生产管理发挥更加理想的效果。

图 49：公司人均员工薪酬 2010~2020CAGR 领先其它公司（估算）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 50：公司为员工创办幼儿园



资料来源：公司微信公众号，华金证券研究所

图 51：公司为员工包车返乡



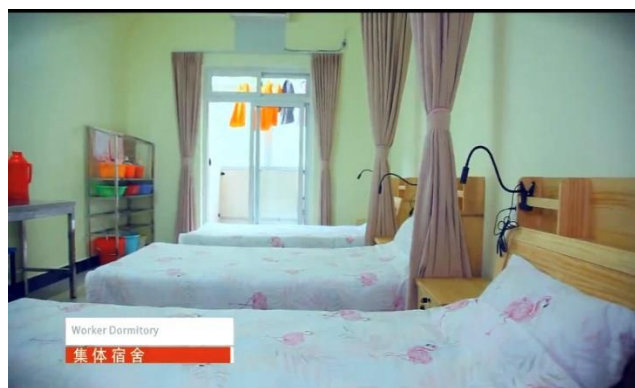
资料来源：公司微信公众号，华金证券研究所

图 52：公司员工食堂



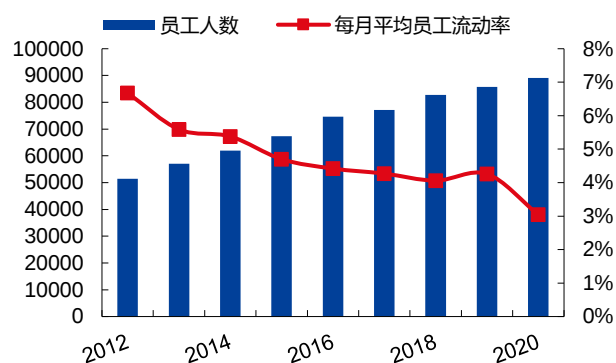
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 53：公司员工宿舍



资料来源：公司微信公众号，华金证券研究所

图 54：公司员工流动率不断下降

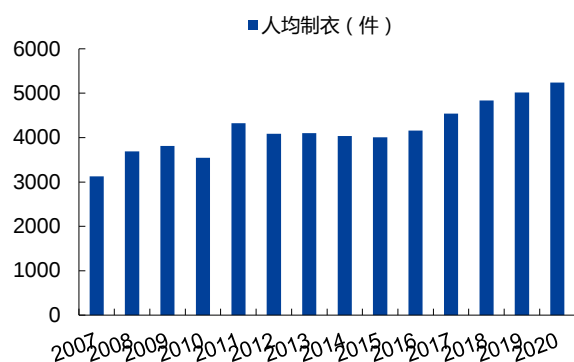


资料来源：公司公告，华金证券研究所

3.1.4 小结：纵向一体化+精益生产+员工关怀，共筑高生产效率

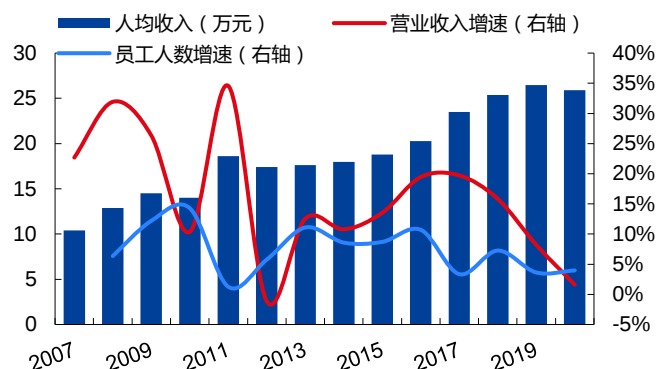
公司凭借纵向一体化模式、精益生产管理和以人至上的管理理念，成功实现人均生产效率的持续提升的人均创收能力的不断强化。2020 年公司人均制衣超过 5000 件，人均创收达到 26 万元。我们估算公司成衣业务人均收入（成衣业务营业收入/成衣制造员工人数）和资本投入回报均领先其他成衣制造企业，2019 年成衣业务人均收入约 38 万元，ROIC 达到 19%。生产效率的不断提升使得公司能够在更短时间内交出品质稳定的货品，建立对品牌的议价权。

图 55：公司人均成衣生产件数逐年提升



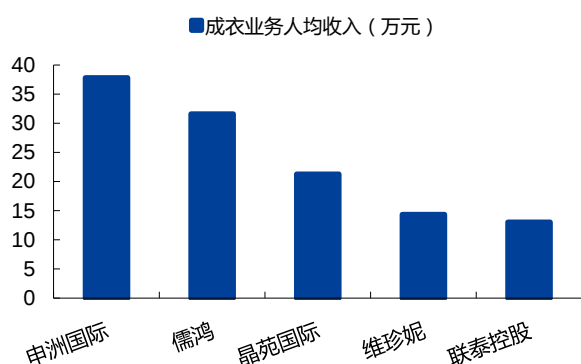
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 56：公司人均创收逐年提升



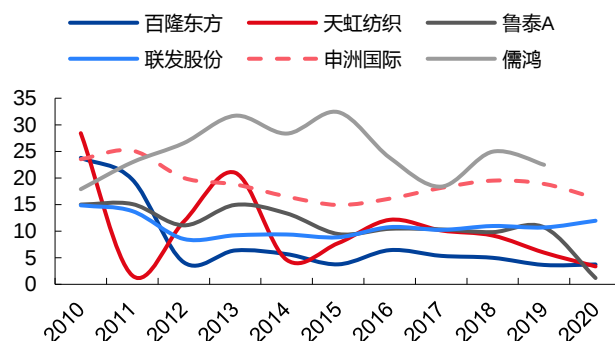
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 57：各公司成衣业务人均收入（2019 年）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 58：公司 ROIC 领先同业



资料来源：Wind，华金证券研究所

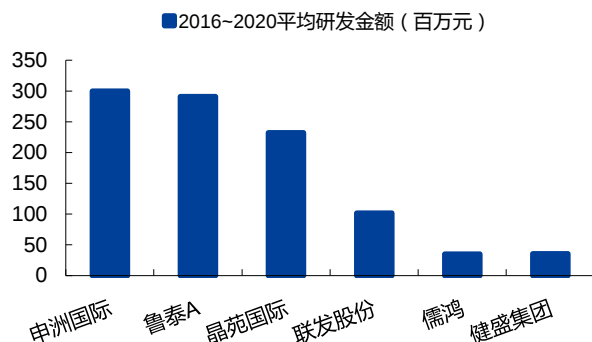
3.2 强面料创新：面料研发功底深厚，产品附加值高，提升议价权

3.2.1 面料研发实力强，专利领先构筑坚实壁垒

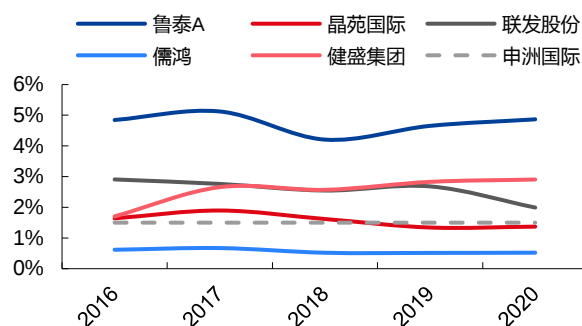
公司坚持长期面料研发投入。面料的高附加值来自于特殊功能纤维和面料的结构设计，公司作为对面料质量和研发含量要求较高的国际运动及休闲服饰品牌的核心供应商，我们认为其最重要的核心竞争优势为公司的面料研发实力。公司坚持长期研发投入，研发费用率处于 1%~2% 之间，每年面料研发投入金额高达 3~4 亿元。2005 年公司上市，将募集的 9 亿港元资金，投入 1/4 用于升级运动服装面料的研发技术，并扩建了一所 6000 平方米的面料实验室。2018 年公司成立申洲纺织研究院，设立院士工作站，致力于突出面料的科技含量，开发一系列具有功能性、差异化优势的新颖面料。

图 59：各公司平均研发投入金额（2016~2020，百万元）

图 60：各公司研发费用率



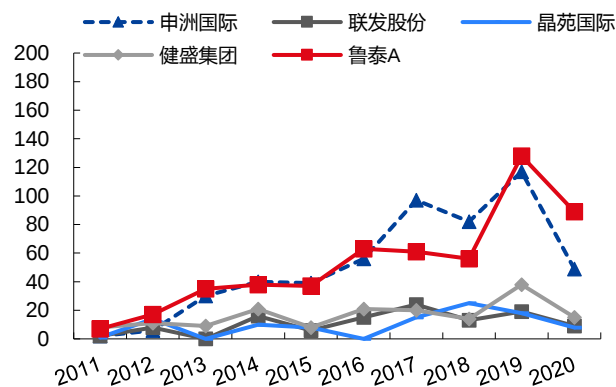
资料来源：公司公告，华金证券研究所（申洲国际数据为估计值）



资料来源：公司公告，华金证券研究所（申洲国际为估计值）

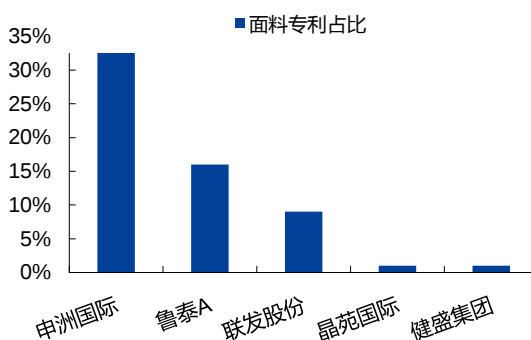
注重技术创新激励，面料研发能力领先。公司注重引入技术创新的激励政策，设立科学全面的激励机制。截至 2020 年末，公司共申请了 536 项专利，其中新材料面料专利有 183 项，设备工艺改造及制衣模板类的相关专利共 353 项。根据 patentics 网站数据，截至 2020 年末，公司法律状态为有效和公开的专利数量共 518 项，33%为新面料相关专利，同其他纺织制造企业相比，公司面料专利占比更高，足见其在新面料研发创新方面的领先水平。以公司于 2020 年 11 月公开的“一种吸湿发热功能性面料及其制备方法”专利为例，该发明运用 Porel 纤维和莫代尔纤维提出一种具备吸湿发热功能的面料编织方法，有利于人体散发的湿气的消失，及散发热量的保存，共同实现良好的吸湿发热效果，且维持了面料的轻盈，解决了传统吸湿发热面料普遍采用化学试剂，对人体健康产生不利影响、生产过程复杂及成本高的缺陷。

图 61：公司拥有专利数量领先同业公司



资料来源：patentics，华金证券研究所（统计截至 2020 年末法律状态为公开和有效的专利）

图 62：公司面料专利占比高



资料来源：patentics，华金证券研究所（统计截至 2020 年末法律状态为公开和有效的专利）

表 4：公司部分专利成果

专利公开号	专利标题	标准申请人	专利公开日	专利用途	专利类型	法律状态
CN112342638A	一种银沸石抗菌纤维及其复合面料	宁波申洲针织有限公司	2021/02/09	本发明涉及新型纤维领域，具体是涉及一种银沸石抗菌纤维及其复合面料。	发明公布	公开
CN212335452U	一种溶断镂空面料	宁波申洲针织有限公司	2021/01/12	本实用新型涉及纺织技术领域，尤其涉及一种溶断镂空面料。	实用新型	有效
CN212335448U	一种蓄热发光保暖针织面料	宁波申洲针织有限公司	2021/01/12	本实用新型涉及功能纺织品领域，尤其涉及一种蓄热发	实用新型	有效

专利公开号	专利标题	标准申请人	专利公开日	专利用途	专利类型	法律状态
CN212335447U	一种吸湿发热功能性面料	宁波申洲针织有限公司	2021/01/12	光保暖针织面料。 本实用新型涉及功能性面料领域，尤其涉及一种吸湿发热功能性面料。	实用新型	有效
CN212335449U	一种层叠动感流线型针织面料	宁波申洲针织有限公司	2021/01/12	本实用新型涉及针织面料领域，特别是涉及一种层叠动感流线型针织面料。	实用新型	有效
CN112195552A	一种具有超疏水性的抗菌针织面料及其制备方法	宁波申洲针织有限公司	2021/01/08	本发明涉及面料领域，尤其涉及一种具有超疏水性的抗菌针织面料及其制备方法。	发明公布	公开
CN112095211A	一种纬编导湿速干面料	宁波申洲针织有限公司	2020/12/18	本申请属于速干面料技术领域，具体涉及一种纬编导湿速干面料。	发明公布	公开
CN112048814A	一种瞬间消臭耐久棉类舒适面料及其制备方法	宁波申洲针织有限公司	2020/12/08	本发明涉及纺织面料生产领域，尤其涉及一种瞬间消臭耐久棉类舒适面料及其制备方法。	发明公布	公开
CN112048813A	一种卷毛防风保暖新面料的制备方法	宁波申洲针织有限公司	2020/12/08	本发明涉及新型面料领域，特别是涉及一种卷毛防风保暖新面料的制备方法。	发明公布	公开
CN112030315A	一种彩段竹节凹凸面料及其制备方法	宁波申洲针织有限公司	2020/12/04	本发明涉及纺织面料技术领域，尤其涉及一种彩段竹节凹凸面料及其制备方法。	发明公布	公开
CN111876887A	一种吸湿发热功能性面料及其制备方法	宁波申洲针织有限公司	2020/11/03	本发明涉及面料制备领域，尤其涉及一种吸湿发热功能性面料及其制备方法。	发明公布	公开

资料来源: patents, 华金证券研究所

3.2.2 面料环节 ODM 模式促进品牌深度绑定，提升自身议价权

面料环节 ODM 模式，促进客户深度绑定。公司凭借雄厚的面料研发实力，在面料制造环节成功实践 ODM 模式。根据客户提供的市场需求信息反馈，研发新型面料或对市场已有面料的缺陷进行改良，供客户选择。针对客户提出的产品设计、功能要求和生产预算，公司能够提供相应面料解决方案，将自身的面料研发技术嵌入到品牌的最终产品中，并为客户承担从面料到成衣的全部生产环节。在这样的合作方式下，公司为客户提供了更多的附加价值，促进品牌与其深度绑定。如耐克和阿迪达斯等品牌客户将设计团队搬到公司生产基地内，同公司共同分析市场需求趋势，完成新产品的开发。

图 63: 公司耐克专用工厂

图 64: 公司同品牌共同开发产品



资料来源：公司微信公众号，华金证券研究所



资料来源：公司公告，华金证券研究所

面料研发成果广泛应用，助益品牌提升产品的市场竞争力。公司利用自身的面料研发优势助益客户推出功能性产品，全面提升客户的产品力。如和优衣库共同研发的吸汗速干、透气、接触凉感功能性面料 **AIRism**，已成为优衣库的拳头产品之一。运用这种面料，优衣库成功推出多个功能性产品系列，如舒爽内衣系列、运动防晒系列、家居及寝具系列等，消费者反响热烈。去年疫情期期间，优衣库又推出 **AIRism** 可换洗口罩产品。此外，公司在 2012 年逐步投入 2000 多台设备同耐克共同研发 **Flyknit** 面料，用于编织一体式的运动鞋面，使鞋面拥有同袜子般的贴合感，更加透气有弹性，耐克同样通过这种面料推出多个产品系列，率先在全针织鞋面领域占领消费者心智。

表 5：公司将面料研发成果嵌入品牌产品的部分实例

AIRism 面料



Flyknit 面料



Nike Flyknit 跑步类

透气构造结合特定区域支撑力，助你轻松跑完超长距离。

Nike Flyknit 篮球类

组合弹性区域，为关键部位提供出众支撑力。

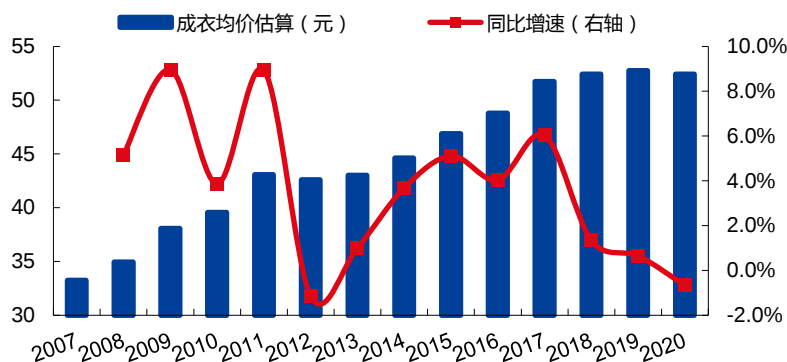
Nike Flyknit 足球类

袜子般贴合感，带来出众触球、控球和踢球体验。

资料来源：优衣库天猫旗舰店，NIKE 官网，华金证券研究所

成衣单价持续提升，公司议价能力不断强化。作为 2B 向的中游纺织制造企业，下游客户规模过大易使得供应商议价能力下降。但公司凭借在面料研发方面的优势，同品牌共同开发出应用功能性面料的差异化产品，为品牌持续带来附加价值，特殊面料产品还具备一定排他性。我们估算公司成衣单价近十年 CAGR 约 3%，议价能力稳步提升。

图 65：公司成衣单价（估算）



资料来源：公司公告，华金证券研究所（均价估算：均价=公司营业收入/年产针织服装数量）

3.3 稀缺供应商资源，成长确定性高，盈利水平优异

兼具“效率和创新”的稀缺供应商，成长确定性高。凭借领先行业的生产效率和深厚的面料研发功底，公司获得品牌方的充分认可，多次荣获品牌颁发的“最佳供应商”、“卓越供应商”等奖项，公司四大品牌业务的营收增速均快于品牌自身服装产品营收增速，展现较品牌更高的成长性。在营收快速增长的同时，公司拥有纺织服装产业链较高的盈利水平。

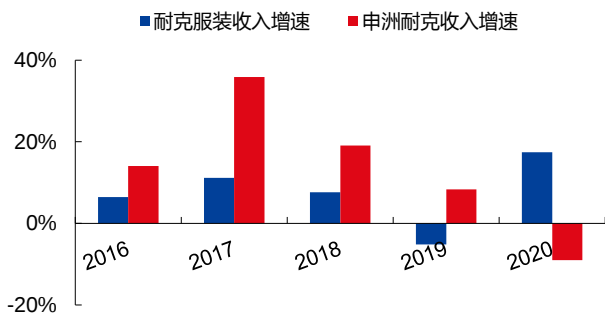
图 66：耐克、优衣库、阿迪达斯、彪马、森马服饰、安踏、李宁、特步为公司颁发的奖项



资料来源：公司公告，华金证券研究所

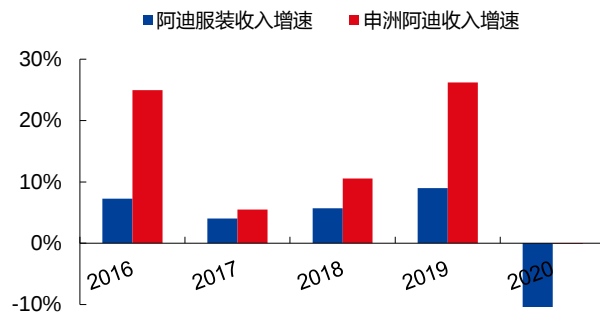
图 67：公司 NIKE 业务增速和 NIKE 服装营收增速

图 68：公司 ADIDAS 业务增速和 ADIDAS 服装营收增速



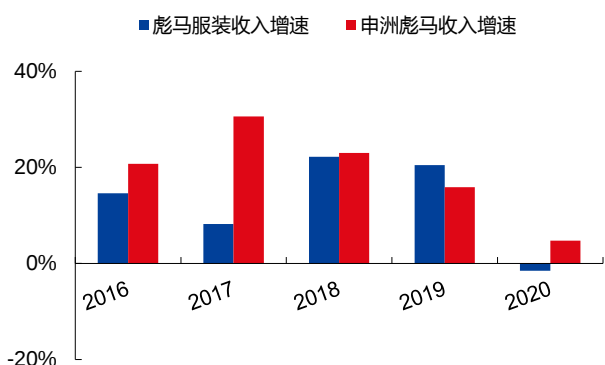
资料来源：公司公告，华金证券研究所（耐克 2020 年数据统计期间为 2020.6.1~2021.5.31）

图 69: 公司 PUMA 业务增速和 PUMA 服装营收增速

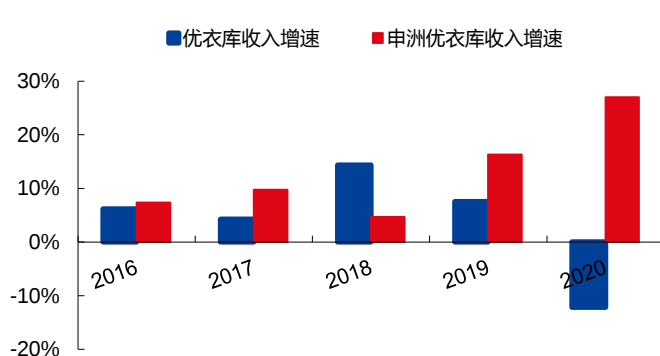


资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 70: 公司 UNIQLO 业务增速和 UNIQLO 营收增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所



资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 6: 纺织服装产业价值链上各公司布局情况（百分比为营收占比）

公司名称	产业链主要布局	纱线制造	面料制造	成品制造	2019 年毛利率
华孚时尚	上游（棉纱）	✓ 45%			12%
百隆东方	上游（棉纱）	✓ 93%			16%
天虹纺织	上游集中（棉纱）	✓ 76%	✓ 20%	✓ 4%（牛仔裤）	14%
鲁泰 A	上游集中（针织面料）	✓	✓ 72%	✓ 19%（衬衣）	30%
联发股份	上游集中（梭织面料）	✓ 10%	✓ 55%	✓ 8%（衬衣）	28%
互太纺织	上游集中（针织面料）		✓ 100%		17%
申洲国际	中游集中（面料+成衣）		✓	✓ 70%运动服饰+20%休闲服	30%
儒鸿	中游集中（面料+成衣）		✓ 31%	✓ 69%（运动服饰、瑜伽服）	29%
晶苑国际	中游集中（面料+成衣）		✓	✓ 72%（休闲服、牛仔、毛衣）	19%
维珍妮	中游（成衣）			✓ 90%（贴身内衣）	23%
健盛集团	中游（成衣）			✓ 98%（棉袜及贴身内衣）	29%
耐克	下游（运动服饰销售）				43%
阿迪达斯	下游（运动服饰销售）				52%
优衣库	下游（休闲服饰销售）				49%

资料来源：公司公告，华金证券研究所（华孚时尚为纱线业务毛利率，联发股份为色织布和纺织布毛利率，其它公司为整体毛利率）（考虑 2020 年疫情影响较大，表格数据取自 2019 年）

4. 产能梳理及估算：增效+扩产，产能扩张符合下游需求

4.1 产能梳理：21 年成衣产能预计增长 14.9%至 5.62 亿件

下游客户需求旺盛，公司作为纺织服装产业链上的稀缺供应商资源，非疫情期间，产能供不应求，产能利用率接近 100%。公司未来收入增长主要取决于自身产能扩张。

4.1.1 面料产能

公司面料产能位于中国浙江省宁波市和越南西宁省，生产的全部面料仅内部使用，不对外销售。目前公司面料产能日均 700 吨，短期面料产能增长来自于公司自身减少资源消耗和污染排放；长期需通过获取排污指标实现面料产能大幅度增长。

- **国内：**公司国内面料工厂位于宁波市北仑区，员工人数约 9000 人，目前日均面料产能 350 吨，近年来，公司对宁波面料工厂不断进行设备的技改更新，单位面料产能的水资源、能源消耗和排污量有所下降，有助于解决面料增产后政府对环保排放指标的限制问题，预计 2021 年末产能增加至 400 吨/天。
- **越南：**公司越南面料工厂位于西宁省鹅油县福东工业区，于 2014 年 11 月投产，现有员工约 1 万人。面料工厂靠近德利越南成衣工厂，和柬埔寨金边市的成衣工厂距离约 200 公里，可以实现柬埔寨成衣工厂的面料当天到达，为海外成衣工厂提供上游面料保障。目前越南面料产能日均也实现 350 吨，预计 2021 年末有望实现日均 400 吨。

表 7：公司面料产能估算（单位：吨/天）

面料产能	2020 年末	产能占比	2021 年末（预计）
越南西宁省（德利越南）	350	50%	400
中国宁波市	350	50%	400
总计	700	100%	800

资料来源：公司公告，华金证券研究所

4.1.2 成衣产能

公司成衣产能分布：国内包括浙江宁波市和安徽安庆市，海外包括越南胡志明市和西宁省，以及柬埔寨金边市。2020 年，公司生产各类针织服装 4.4 亿件，产能利用率约 90%，估算成衣产能为 4.89 亿件。国内、越南和柬埔寨成衣产能占比分别为 62%/22%/16%，国内国外占比接近六成/四成。通过对公司人均产出和未来招工计划的假设，我们预计 2021 年公司成衣产能同比增长 14.9%至 5.62 亿件。

图 71：2020 年公司运营地区（绿色和蓝色为公司生产基地，红色为销售办事处）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

(1) 国内成衣：产能占比六成，增员提效挖掘产能潜力

目前，公司国内的成衣生产基地包括浙江宁波市和安徽安庆市，产能占比六成，2020 年国内成衣产能约 3.03 亿件，宁波和安庆产能占比分别为 47%和 16%。国内工厂的投产时间早，各工厂运营和生产情况已达到成熟水平，未来产能扩张主要以推进精益生产管理带动效率提升为主，假设未来两地成衣工厂人均产出每年提升 3%。

浙江衢州生产基地受去年疫情影响，公司对其产能进行收缩，同时于今年春节后为宁波生产基地新招约 5000 人。综合预计公司国内生产基地 2021 年产能提升 8%至 3.27 亿件，产能占比 58.2%。

(2) 柬埔寨成衣：产能占比约 16%，越群制衣未来持续贡献新增产能

2005 年开始，公司在柬埔寨布局成衣产能，目前在柬埔寨拥有四处成衣生产基地。

成熟工厂：申洲柬埔寨、大千柬埔寨和荣德制衣位于金边市安达工业区，距离金边国际机场仅 5 公里，三家工厂已完成产能爬坡，处于成熟阶段。2020 年，三地成衣产能约 6850 万件，占公司总产能的 14%。三家工厂未来产能提升主要以精益生产推进、自动化水平提升带动的人均产出增长为主，我们假设三地未来人均产出每年增长 2%。

爬坡工厂：2019 年初公司在金边经济特区新建越群制衣生产基地，距离金边国际机场 8 公里，规划员工人数约 18000 人，分三年投产。2020 年 10 月越群制衣顺利投产，截至 2020 年末，已有 3100 名员工，公司原计划在今年年底增加员工至 1 万人，考虑东南亚疫情影响，我们假设今年末员工为 7000 人。综合预计公司柬埔寨生产基地 2021 年产能提升 36%至 1.07 亿件，产能占比 19.0%。

(3) 越南成衣：产能占比约 22%，阿迪达斯专用工厂有望明年初投产

2016 年，公司越南成衣生产基地投产，目前在越南拥有两处成衣生产基地。

成熟工厂：世通越南工厂坐落于胡志明市东南工业区，距离德利越南面料基地不足一百公里，总面积约 60 万平方米，绿化率超过 40%。工厂于 2016 年投产，已处于成熟阶段，目前拥有员工约 1.1 万人，2020 年成衣产能近 8000 万件，占公司成衣产能的 16%。假设 2021 年世通越南人均效率提升 2%。

爬坡工厂：（1）德利越南成衣工厂于 2019 年投产，目前接近成熟阶段，规划员工人数 7500 人，截至 2020 年末员工约 6400 人，成衣产能近 3000 万件，占公司成衣产能的 6%。假设 2021 年末员工人数达到 7000 人。（2）公司于 2019 年底新筹建设阿迪达斯专用工厂，同世通越南一起坐落于胡志明市东南工业区，规划招工 6000 人，预计 2022 年初开始招工。综合预计公司越南生产基地 2021 年成衣产能提升 19%至 1.28 亿件，产能占比 22.8%。

表 8：公司成衣产能梳理及预算（员工人数单位：人，产能单位：万件）

工厂	投产时间	所处阶段	2020 年 员工人数（估算）	2020 年 产能（估算）	2021 年产能提升假设	2021 年 产能（估算）	同比提升 （%）	2021 年 产能占比
宁波	1990 年	成熟	26000	21891	新招 5000 人+人均产能提升 3%	24022	10%	42.8%
安庆	2009Q1	成熟	10000	8420	人均产能提升 3%	8672	3%	15.4%
国内小计			36000	30311		32694	8%	58.2%
申洲柬埔寨	2005 年	成熟			人均效率提升 2%			
大千柬埔寨	2012H2	成熟	共 10900	共 6852	人均效率提升 2%	6989	2%	12.4%
荣德制衣	2018Q3	成熟			人均效率提升 2%			
越群制衣	2020.10	爬坡	3100	970	规划员工 1.8 万人，分三年投产，预计 2021 年末 7000 人	3665	278%	6.5%
柬埔寨小计			14000	7822		10654	36%	19.0%
世通越南	2016 年	成熟	11000	7789	人均效率提升 2%	7945	2%	14.1%
德利越南	2019Q2	接近成熟	6400	2966	预计 2021 年末 7000 人	4872	64%	8.7%
世通阿迪	2022 年初	爬坡	0	0	规划员工 6000 人，分三年投产，预计 2022 年末 2000 人	0	-	0.0%
越南小计			17400	10756		12817	19%	22.8%
总计			68400	48889		56165	14.9%	100.0%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

4.2 订单预测：公司产能扩张能够被客户需求充分消化

制造商的产能扩张计划是基于对客户未来需求增长的评估来制定和实施，根据对公司四大客户成衣产品的采购数量预测和公司占四大客户成衣采购量的占比，我们预计 2021 年四大客户对公司的订单量需求为 5.27 亿件，加上公司国内客户订单，公司产能扩张能够被客户需求充分消化。

表 9：阿迪达斯和彪马订单量估算

项目	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023
服饰产品	阿迪达斯				彪马			
收入（亿欧元）	76.87	90.71	98.87	107.77	19.74	21.71	23.89	26.27
YOY		18%	9%	9%		10%	10%	10%
毛利率		52%	52%	52%		51%	51%	51%
营业成本（亿欧元）		43.54	47.46	51.73		10.64	11.70	12.87
存货价值（亿欧元）	17.70	15.93	14.33	13.62	2.74	2.66	2.58	2.50
采购成本（亿欧元）		41.77	45.87	51.01		10.56	11.62	12.80
采购单价（欧元/件）		11	11	11		6	6	6
采购数量（亿件）		3.80	4.17	4.64		1.76	1.94	2.13
申洲订单量占比		21%	22%	23%		50%	50%	50%
申洲订单量（亿件）		0.80	0.92	1.07		0.88	0.97	1.07

资料来源：阿迪达斯、彪马公司公告，华金证券研究所（各财年均为当年 1 月 1 日至 12 月 31 日）

表 10：耐克和优衣库订单量估算（耐克单位：美元，优衣库单位：日元）

项目	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023
服饰产品	耐克				优衣库			
收入（亿元）	109.53	128.65	138.94	150.06				
YOY			8%	8%				
毛利率		52%	52%	52%				
营业成本（亿元）	109.53	61.75	66.69	72.03				
存货价值（亿元）	22.10	20.56	19.53	18.56				
采购成本（亿元）		60.21	65.66	71.05	8668.14	8841.50	9018.33	9198.70
采购单价（元/件）		14	14	14		500	500	500
采购数量（亿件）		4.46	4.86	5.26		17.68	18.04	18.40
申洲订单量占比		21%	22%	23%		15%	15%	15%
申洲订单量（亿件）		0.94	1.07	1.21		2.65	2.71	2.76

资料来源：耐克、优衣库公司公告，华金证券研究所（耐克财年为上年 6 月 1 日至当年 5 月 31 日，优衣库财年为上年 9 月 1 日至当年 8 月 31 日）

5. 盈利预测与估值

营业收入：产销相等假设下，公司营业收入增长源于成衣产量和成衣均价的提升。未来产能释放来自于各地成熟工厂的人均产出增加和东南亚地区新建工厂的逐步投产。预计公司 2021~2023 年产能分别同比增长 14.9%/15.3%/10.0%，产能利用率分别为 95%/97%/98%，成衣单价分别为 53.65/55.16/56.81 元。预计营业收入分别为 285.92/346.03/396.09 亿元，同比增速分别为 24.1%/21.0%/14.5%。

毛利率：我们认为随公司核心竞争优势进一步强化，作为稀缺供应商资源，产业链议价能力有望提升，结合公司毛利率历史表现，预计公司 2021~2023 年毛利率分别为 31.3%/31.5%/32.0%。

费用率：公司零售业务全面退出后，各项费用率趋于稳定，预计公司 2021~2023 年营业费用率分别为 0.70%/0.65%/0.60%，管理费用率 7.00%/7.00%/7.00%，财务费用率 -0.07%/-0.15%/-0.11%。

预计 2021~2023 年归母净利分别为 62.05/75.03/86.73 亿元，对应每股收益 4.13/4.99/5.77 元，7 月 2 日股价对应 2021 年市盈率约为 39 倍。

表 11：公司盈利预测

项目	2020A	2021E	2022E	2023E
成衣产能（百万件）				
中国	303.11	326.94	363.67	374.58
占比	62%	58%	56%	53%
柬埔寨	78.22	106.54	142.09	177.72
占比	16%	19%	22%	25%
越南	107.56	128.17	141.86	159.86
占比	22%	23%	22%	22%
成衣产能合计	488.89	561.65	647.62	712.17
产能利用率假设	90%	95%	97%	98%
成衣产量合计	440.00	533.57	628.19	697.93
成衣均价（元/件）				
成衣均价（元/件）	52.34	53.65	55.16	56.81
营业收入（亿元）	230.31	285.92	346.03	396.09
YOY		24.1%	21.0%	14.5%
净利润（亿元）	51.07	62.05	75.03	86.73
YOY		21.5%	20.9%	15.6%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

回顾公司 2005 年上市以来的估值变化情况，从最初约 10 倍的水平，上升到 40 倍以上，主要经历了以下四个阶段：

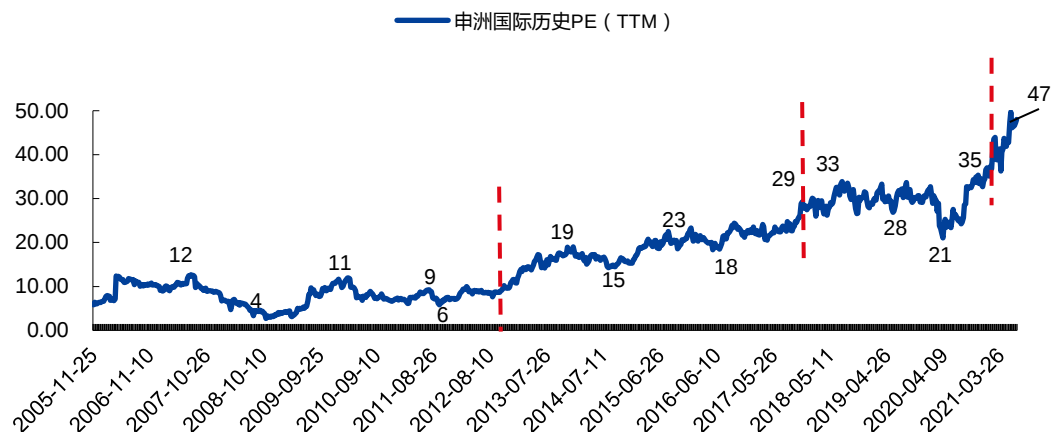
2005~2012 年末，公司估值处于 6~12 倍的水平。此阶段市场给予公司正常代工厂的估值水平。公司和欧美运动品牌初步建立合作，为耐克和阿迪达斯建立专用工厂，开始大力拓展运动产品业务，期间经历 2008 年全球金融危机，纺织制造业经营严重受损，估值跌到 4 倍左右。

2013~2017 年末，公司估值上升至 15~30 倍。此阶段公司加大东南亚产能布局力度，已初步形成海内外纵向一体化布局，专利数量显著提升，公司面料研发能力不断强化，协助品牌开发功能性产品，深度绑定四大客户。在此期间，公司业绩和估值双升，分红水平维持 50%水平。

2018~2020 年末，公司估值在 30~40 倍。公司的核心竞争优势满足品牌对上游供应商的诉求，成熟的纵向一体化模式和面料研发能力使得公司核心供应商地位凸显，在产业链上具备一定的话语权，已经具备能力挑选优质品牌订单。虽然疫情初期给公司带来了一定影响，估值短暂下滑，但疫情也印证了公司具备稳定的交货能力，夯实了在品牌端的核心供应商地位，随国内外服装需求复苏，估值迅速回升。

2021 年~至今，公司估值站上 40 倍。今年初开始，公司的估值上升到 40 倍的历史新高水平并持续上涨，受 3 月末新疆棉事件影响，公司估值小幅回落到 40 倍附近。我们认为公司估值今年创历史新高主要源于终端服装消费需求快速复苏及公司新增产能释放明确。

图 72：公司历史估值 PE(TTM)



资料来源：Wind，2021/07/02，华金证券研究所

作为高景气运动服饰行业的核心供应商，公司和优质品牌深度绑定，纵向一体化模式成熟，面料研发实力雄厚，未来产能释放清晰，且能够充分被下游需求消化，估值相比其他纺织制造企业，享有一定的龙头溢价，我们看好公司未来业绩稳健持续增长，首次覆盖，给予“买入-A”建议。

表 12：可比公司估值比较

公司名称	股票代码	PE(2019A)	PE(2020A)	PE(2021E)	PE(2022E)	PE(2023E)
天虹纺织	2678.HK	8.13	9.90	7.42	6.08	4.55
鲁泰 A	000726.SZ	8.24	58.82	10.57	6.65	5.68
百隆东方	601339.SH	20.10	16.39	10.60	9.43	7.87
健盛集团	603558.SH	16.38	\	13.28	10.24	8.26
申洲国际	2313.HK	48.01	46.90	38.60	31.92	27.62

资料来源：wind，2021/07/02，华金证券研究所

6. 风险提示

东南亚疫情致成衣产能扩张不及预期。我们估算公司 2021 年成衣产能将同比增长 14.9% 达到 5.62 亿件，目前阶段东南亚疫情尚未完全可控，公司越南和柬埔寨工厂招工计划或因疫情被动推迟，进而对今年产能释放产生负面影响。

核心客户销量不及预期。公司前四大国际品牌客户占比达到 85%，纺织服装下游品牌竞争激烈，若核心客户业绩出现下滑，需求不及预期，将影响公司订单量。

劳动力成本上升。虽然东南亚国家的劳动力成本相比我国更低，但亦处于上升趋势，劳动力成本持续上涨将对公司盈利能力产生负面影响。

汇率大幅波动。由于公司产品目前仍以出口为主，销售多用美元结算，汇率波动对公司成衣销售价格、收入及汇兑损益会有一定影响。为对冲汇率风险，公司安排了适当数量的美元借款，

且订立美元远期期货合约。同时，随中国大陆市场占比和公司海外产能提升，汇率影响将有所减弱。

棉花价格波动。公司原材料占主营业务成本比例超过 50%，其中纱线占比约 29%，棉花价格若大幅波动，将影响公司盈利水平。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	20494	23554	25890	29126	34069	营业收入	22665	23031	28592	34603	39609
现金	9772	11189	9995	12224	13790	营业成本	15789	15836	19643	23703	26934
应收票据及应收账款	3651	4170	5364	6065	7181	营业税金及附加	0	0	0	0	0
预付账款	535	958	705	1416	948	营业费用	380	149	200	225	238
存货	5282	4811	7986	7288	10164	管理费用	1551	1639	2001	2422	2773
其他流动资产	1253	2426	1840	2133	1986	研发费用	0	0	0	0	0
非流动资产	11361	13298	14529	16760	17779	财务费用	89	108	118	67	46
长期投资	18	14	20	27	33	资产减值损失	0	0	0	0	0
固定资产	11127	11752	13634	15532	16713	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	101	105	100	95	89	投资净收益	6	6	6	6	6
其他非流动资产	114	1426	775	1107	945	营业利润	4841	4765	6442	7940	9296
资产总计	31855	36852	40419	45886	51848	营业外收入	731	747	739	743	741
流动负债	5585	8853	8824	9381	9280	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	3192	6210	5508	5456	5117	利润总额	5572	5512	7181	8683	10037
应付票据及应付账款	881	1062	1348	1560	1744	所得税	613	430	1005	1216	1405
其他流动负债	1512	1580	1967	2365	2419	税后利润	4959	5083	6176	7468	8632
非流动负债	1079	728	675	642	598	少数股东损益	-137	-24	-29	-35	-41
长期借款	776	398	358	318	279	归属母公司净利润	5095	5107	6205	7503	8673
其他非流动负债	302	330	316	323	320	EBITDA	6675	5671	8285	9981	11512
负债合计	6664	9581	9498	10023	9879	主要财务比率					
少数股东权益	19	-5	-35	-70	-111	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
股本	151	151	151	151	151	成长能力					
资本公积	25021	27125	27125	27125	27125	营业收入(%)	8.2	1.6	24.1	21.0	14.5
留存收益	0	0	3088	6822	11138	营业利润(%)	10.5	-1.6	35.2	23.3	17.1
归属母公司股东权益	25172	27276	30956	35933	42081	归属于母公司净利润(%)	12.2	0.2	21.5	20.9	15.6
负债和股东权益	31855	36852	40419	45886	51848	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	30.3	31.2	31.3	31.5	32.0
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率(%)	22.5	22.2	21.7	21.7	21.9
经营活动现金流	5604	5010	3747	8617	6766	ROE(%)	19.7	18.6	20.0	20.8	20.6
净利润	4959	5083	6176	7468	8632	ROIC(%)	17.2	15.4	17.0	18.1	18.3
折旧摊销	1031	0	965	1180	1386	偿债能力					
财务费用	89	108	118	67	46	资产负债率(%)	20.9	26.0	23.5	21.8	19.1
投资损失	-6	-6	-6	-6	-6	流动比率	3.7	2.7	2.9	3.1	3.7
营运资金变动	15	-220	-3483	-104	-3286	速动比率	2.6	2.0	1.9	2.2	2.5
其他经营现金流	-483	46	-23	11	-6	营运能力					
投资活动现金流	-3152	-3102	-1605	-3698	-2252	总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8
筹资活动现金流	-988	2105	-4143	-1883	-2987	应收账款周转率	6.3	5.9	6.0	6.1	6.0
每股指标 (元)						应付账款周转率	18.6	16.3	16.3	16.3	16.3
每股收益(最新摊薄)	3.39	3.40	4.13	4.99	5.77	估值比率					
每股经营现金流(最新摊薄)	3.73	3.33	2.49	5.73	4.50	P/E	47.0	46.9	38.6	31.9	27.6
每股净资产(最新摊薄)	16.75	18.15	20.59	23.90	27.99	P/B	9.5	8.8	7.7	6.7	5.7
						EV/EBITDA	34.8	41.0	28.2	23.1	19.9

资料来源：贝格数据，华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn